



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2014

---

## **Insiderhandel und Kursmanipulation – Prüfstein der Frage, wie weit sich Strafrechtsnormen an den Realitäten des Marktes zu orientieren haben**

Wohlers, Wolfgang

DOI: <https://doi.org/10.1515/zstw-2013-0023>

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-154074>

Journal Article

Published Version

Originally published at:

Wohlers, Wolfgang (2014). Insiderhandel und Kursmanipulation – Prüfstein der Frage, wie weit sich Strafrechtsnormen an den Realitäten des Marktes zu orientieren haben. Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft, 125(3):443-480.

DOI: <https://doi.org/10.1515/zstw-2013-0023>

Prof. Dr. Wolfgang Wohlers

# Insiderhandel und Kursmanipulation – Prüfstein der Frage, wie weit sich Strafrechtsnormen an den Realitäten des Marktes zu orientieren haben\*

**Wolfgang Wohlers:** Inhaber eines Lehrstuhls für Strafrecht und Strafprozessrecht an der Universität Zürich

## I. Einführung in die Problemstellung

Die Regulierung von Finanzmärkten wird seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahre 2008 weltweit als dringlich zu lösendes Problem wahrgenommen. Die Frage ist: Brauchen wir mehr Regulierung<sup>1</sup> und, wenn ja, welche Art von Regulierung brauchen wir, und welche Rolle kann und soll in diesem Zusammenhang das Strafrecht spielen<sup>2</sup>? Diese Fragestellung knüpft in gewisser Weise an die Schlussdiskussion der Leipziger Strafrechtslehrertagung 2011 an<sup>3</sup>. Thema meines heutigen Referats ist aber nicht das Fehlverhalten einzelner Finanzmarktakteure gegenüber ihren Arbeitgebern und Kunden, sondern die Frage, ob das Verhalten von Finanz-

---

\* Die vorliegende Abhandlung basiert auf dem Manuskript des Referats, das der Verfasser am 10. Mai 2013 auf der Strafrechtslehrertagung in Zürich gehalten hat. Die Ausführungen zur geltenden Rechtslage (Abschnitt II.) sowie die Ausführungen zu den Konsequenzen der lege ferenda (Abschnitt VI.) sind gegenüber der der Einhaltung des zeitlichen Limits verpflichteten Vortragsfassung erweitert worden. Der Verfasser dankt den an der Zürcher Montagsrunde beteiligten Kolleginnen und Kollegen für das hilfreiche Feedback zu einer Vorfassung des Referats. Weiterhin vorhandene Mängel liegen allein in der Verantwortung des Verfassers.

1 Als derzeit letzter Skandal hat wohl die Aufdeckung der Manipulationen um den LIBOR den Ruf nach mehr Regulierung ausgelöst, wobei jedenfalls auf Ebene der Europäischen Union auch über eine Anpassung des Kriminalstrafrechts nachgedacht wird, vgl. *Brodowski*, ZIS 2012, 558, 563; *Sorgenfrei*, in: *Park* (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl. 2013, §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 13.

2 Vgl. hierzu auch bereits *Lüderssen*, in: *Kempff/Lüderssen/Volk* (Hrsg.), Die Finanzkrise, das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral, 2010, S. 226 ff.

3 Vgl. hierzu die Referate von *Schröder*, ZStW 123 (2011), S. 771, *Wohlers*, ZStW 123 (2011), S. 791 und *Fischer*, ZStW 123 (2011), S. 816, sowie den Diskussionsbericht von *Schumann/Zabel*, ZStW 123 (2011), S. 827.

marktakteuren das Funktionieren der Finanzmärkte be- oder gar verhindert. Es geht also um die Frage, ob gewisse an den Finanzmärkten übliche Verhaltensweisen zu Funktionsstörungen führen und aus diesem Grunde unterbunden werden sollten. Zur Illustration verweise ich an dieser Stelle nur auf die Diskussion um die Leerverkäufe<sup>4</sup>: Sind Leerverkäufe, wie immer wieder behauptet wird, (mit-)ursächlich dafür gewesen, dass wir in die Finanzkrise geschlittert sind? Und wenn ja: Kann oder muss man Leerverkäufe generell oder unter bestimmten Bedingungen verbieten, um so etwas zukünftig zu verhindern? Und wie müssen Strafnormen ausgestaltet sein, wenn man mit ihnen in diesem Zusammenhang wirklich etwas erreichen will?

Eine Tagung, an der Vertreter der deutschen, der österreichischen und der Schweizer Strafrechtswissenschaft anwesend sind, ist der ideale Ort, um dieser Frage nachzugehen. Die Strafrechtsordnungen unserer drei Länder sind sich zwar sehr ähnlich, sie bieten aber gerade diesbezüglich jeweils andere Regelungsmodelle an: Für das Kapitalmarktstrafrecht der Schweiz stellt sich die Frage nach der Strafbarkeit von Leerverkäufen gar nicht, weil echte Transaktionen nicht erfasst werden; eine Reaktion kann in der Schweiz also von vornherein allenfalls über das Aufsichtsrecht erfolgen. Demgegenüber ist die Frage, ob man Leerverkäufe als strafbare Marktmanipulation erfassen kann, bis vor kurzem in Deutschland diskutiert und von einigen Autoren jedenfalls für die sogenannten *abusive naked short sales* auch bejaht worden<sup>5</sup>. Im Herbst haben nun Deutschland und auch Österreich als Reaktion auf die Finanzkrise 2008 – und in Umsetzung einer Verordnung der EU über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps<sup>6</sup> – Verordnungsermächtigungen geschaffen (vgl. die nunmehr – im Hinblick auf die unmittelbare Geltung der EU-Leerverkaufsverordnung – aufgehobenen § 39 Abs. 1 Nr. 14a i. V. m. § 30h WpHG a. F. sowie § 48d Abs. 12 des österreichischen BörseG), die es der jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörde ermöglichen, Leerverkäufe für bestimmte Finanz-

---

<sup>4</sup> Vgl. hierzu auch bereits *Arlt*, Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation, 2004, S. 337ff.

<sup>5</sup> *Sorgenfrei*, in: *Park* (Anm. 1), §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 191 sowie insbesondere *Trüg*, in: *Kempff/Lüderssen/Volk* (Anm. 2), S. 301, 319ff.; vgl. auch *Trüg*, NJW 2009, 3202, 3205; *ders.*, Festschrift für Mehle, 2009, S. 653ff.; so auch *Brammsen*, WM 2012, 2134, 2138f.; a. A. *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 2. Aufl. 2010, Rdn. 501f.

<sup>6</sup> Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. 3. 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, Abl. EU L 86 vom 24. 3. 2012, S. 1ff.

instrumente zeitlich begrenzt zu untersagen<sup>7</sup>, wobei Verstöße gegen dieses Verbot in Deutschland als Marktmissbrauch geahndet werden, in Österreich gemäß § 48c als Verwaltungsübertretung.

Die Frage nach dem richtigen bzw. angemessenen Umgang mit dem Phänomen der Leerverkäufe soll an dieser Stelle nicht weiter vertieft werden. Das Beispiel sollte allein aufzeigen, worum es nachfolgend gehen wird, nämlich um die Frage, welche Rolle, wenn überhaupt, das Kapitalmarktstrafrecht im Rahmen der Bemühungen um eine verstärkte Kontrolle des Finanzmarktes sinnvollerweise spielen soll und spielen kann<sup>8</sup>. Dabei soll die These belegt werden, dass die geltenden Straftatbestände des Insiderhandels und der Kurs- bzw. Marktmanipulation in ihrer derzeitigen Gestalt an den Gegebenheiten realer Finanzmärkte vorbeigehen und dass mit dem Abstellen auf die Figur des verständigen Anlegers in verhängnisvoller Art und Weise eine Modellfigur zum Dogma erhoben wurde. Dies alles mündet dann in die Forderung nach einem neuen Kapitalmarktstrafrecht, das nicht dem zum Dogma erhobenen homo oeconomicus huldigt, sondern den Gegebenheiten auf den Finanzmärkten Rechnung trägt.

## II. Überblick über das geltende Strafrecht und die einschlägigen Reformvorschläge

Die geltenden kapitalmarktstrafrechtlichen Normen der Schweiz, Österreichs und Deutschlands weisen Übereinstimmungen und Unterschiede auf, die an dieser Stelle nur kurz und holzschnittartig in Erinnerung gerufen werden können: Alle drei Rechtsordnungen kennen einen Insidertatbestand, wobei auch die in ihrer ursprünglichen Fassung äußerst restriktive Insidernorm des Schweizer Rechts in der neuen, auf Anfang Mai 2013 in Kraft getretenen Fassung sehr weitgehend an die für die EU geltenden Vorgaben angenähert worden ist<sup>9</sup>. Alle drei

---

<sup>7</sup> Die österreichische Aufsichtsbehörde hat von dieser Ermächtigung bereits wiederholt Gebrauch gemacht und Leerverkäufe bestimmter Finanztitel zeitlich befristet verboten, vgl. *Lechner/Temmel*, in: *Temmel* (Hrsg.), *Börsegesetz, Praxiskommentar*, 2011, § 48 d Rdn. 235 und 237.

<sup>8</sup> Vgl. auch bereits *Trüg*, *Festschrift für Mehle*, S. 638.

<sup>9</sup> Vgl. Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch, Bericht vom 29. Januar 2009, abrufbar unter: <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375> (Stand aller Internetquellen: 20. 08. 2013), S. 42ff.; vgl. auch Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch), abrufbar unter: <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01634>, S. 17; Botschaft vom 31. August 2011 zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), BBl 2011, 6885f. sowie 6904ff. und hierzu von *der Crone/Maurer/Hoffmann*, SZW 2011, 533, 538f.;

Rechtsordnungen kennen darüber hinaus auch einen Straftatbestand der Kurs- bzw. Marktmanipulation, wobei sich hier allerdings deutliche Unterschiede zeigen.

## 1. Die Strafnormen zur Erfassung des Insiderhandels

### a) Die Rechtslage in der Schweiz

Der Straftatbestand des Insiderhandels wurde in der Schweiz Ende 1987 als Ergebnis eines Anfang 1982 eingeleiteten Gesetzgebungsprozesses<sup>10</sup> verabschiedet und trat als Art. 161 chStGB auf den 1. Juli 1988 in Kraft<sup>11</sup>. Anlass für die Schaffung des Insiderstatbestands war das Bestreben, den USA in Insiderfällen Rechtshilfe leisten zu können<sup>12</sup>, nachdem entsprechende Bemühungen der USA daran gescheitert waren, dass das in Frage stehende Verhalten in der Schweiz unter keine bestehende Strafnorm subsumiert werden<sup>13</sup> und deshalb aufgrund des Prinzips der beidseitigen Strafbarkeit keine Rechtshilfe gewährt werden

---

*Reinwald*, GesKR 2011, 518, 520f.; zu entsprechenden Forderungen aus dem Schrifttum vgl. *Hürlimann*, GesKR 2006, 316ff.; *Koenig*, Das Verbot von Insiderhandel, Eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelungen der USA und der EU, 2006, S. 277ff.; *dies.*, Umfassende Revision des Insiderverbotes, in: Jusletter vom 19. 4. 2010, Rdn. 3ff.; *Schwob*, in: *Wohlers* (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im schweizerischen und internationalen Wirtschaftsstrafrecht, 2007, S. 37f.; vgl. auch – mit einem in Auseinandersetzung mit dem Vorschlag der Expertengruppe erarbeiteten eigenen Gesetzgebungsvorschlag – *Leuenberger*, Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels de lege lata und de lege ferenda, 2010, S. 428ff.

**10** Zum Gang des Gesetzgebungsverfahrens vgl. *Forstmoser*, Das neue schweizerische Insider-Recht, 1988, S. 20f.; *ders.*, SAG 1988, 122, 127f.; *Hürlimann*, Der Insiderstraftatbestand, Rechtsvergleichende Studie der schweizerischen und der US-amerikanischen Regelung unter Berücksichtigung der EU-Richtlinien und der aktuellen Entwicklung im Finanzmarktrecht, 2005, S. 32ff.; *Leuenberger* (Anm. 9), S. 226ff.

**11** *Peter*, in: *Niggli/Wiprächtiger* (Hrsg.), Basler Kommentar Strafrecht, Band II, 2. Aufl. 2007, Art. 161 Vor Rdn. 1; *Schmid*, Schweizerisches Insiderstrafrecht, 1988, Rdn. 68.

**12** *Peter*, in: Basler Kommentar (Anm. 11), Art. 161 Rdn. 8f.; *Trippel/Urbach*, in: *Watter/Vogt* (Hrsg.), Basler Kommentar BEHG/FINMAG, 2. Aufl. 2011, Art. 161 Rdn. 1; *Hürlimann* (Anm. 10), S. 28ff.; *Peter*, Aspekte der Insiderstrafnorm, 1991, S. 4ff.; *Schaller*, AJP 2007, 1002, 1004f.; *Stratenwerth/Jenny/Bommer*, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I, 7. Aufl. 2010, § 21 Rdn. 1, 24.

**13** Zu den Möglichkeiten der strafrechtlichen Ahndung vor Inkrafttreten des Art. 161 vgl. *Fellmann*, Rechtliche Erfassung von Insidertransaktionen in der Schweiz, 1981, S. 244ff.; *Forstmoser* SAG 1973, 133, 136f.; *Schmid* (Anm. 11), Rdn. 10.

konnte<sup>14</sup>. In der Folgezeit hat die Insiderstrafnorm des schweizerischen Rechts die ihr zuge dachte Funktion als Schlüssel zur Eröffnung von Rechtshilfe durchaus erfüllt, ist aber ansonsten weitgehend bedeutungslos geblieben: In den ersten zwölf Jahren nach dem Inkrafttreten kam es zu keiner einzigen Verurteilung. Ab dem Jahre 2000 ist es dann jährlich zu einer bis drei Verurteilungen gekommen. Lediglich im Jahre 2004 erfolgten immerhin fünf Verurteilungen<sup>15</sup>.

Dass die Insiderstrafnorm des Art. 161 chStGB nur selten zur Anwendung gekommen ist, lag zum einen daran, dass die Norm als Sonderdelikt ausgestaltet war<sup>16</sup>; zum anderen war der Anwendungsbereich der Strafnorm durch eine eng gefasste – und dann auch noch vom Bundesgericht sehr eng interpretierte – Legaldefinition des Merkmals der Insidertatsache (Art. 161 Ziff. 3 StGB a.F.)<sup>17</sup> praktisch gesehen auf null reduziert worden<sup>18</sup>. Nachdem im Jahre 2008, im Anschluss an einige medien tr ächtige Einzelfälle möglichen Insiderhandels, in einem ersten Schritt die Legaldefinition der als kurserheblich anzusehenden Insider tatsachen ersatzlos gestrichen worden war<sup>19</sup>, beauftragte der Bundesrat – d. h. die Schweizer Regierung – eine Expertengruppe mit Vorarbeiten für eine umfassende Reform der Börsendelikte. Deren Vorschläge<sup>20</sup> wurden vom Bundesrat weitgehend übernommen<sup>21</sup> und sind unlängst mit der auf den 1. April 2013 in Kraft getretenen Reform geltendes Recht geworden. Das Ergebnis dieser Reform besteht kurz gefasst darin, dass die beiden Straftatbestände aus dem Strafgesetzbuch entfernt und als Art. 40 und 40a in das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 eingegliedert worden sind. Mit der Neufassung der Insiderstrafnorm<sup>22</sup> ist dieser Straftatbestand als ein Allgemeindelikt ausgestaltet worden, so dass nun neben den Organinsidern und

<sup>14</sup> Vgl. *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl. 2010, § 15 Rdn. 10; *Schaller*, AJP 2007, 1002, 1004; *Strebel*, Insidervergehen und Banken, 1990, S. 5f.

<sup>15</sup> Bundesamt für Statistik, Verurteilungen (Erwachsene), Strafgesetzbuch – Verurteilungen nach Artikel des StGB und Kanton, Periode 1984–2011, abrufbar unter: <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/19/03/03/key/straftaten/gesetze.Document.166260.xls>.

<sup>16</sup> *Donatsch*, Strafrecht III, 9. Aufl. 2008, S. 305, 312; *Peter*, in: Basler Kommentar (Anm. 11), Art. 161 Rdn. 14 f.; *Stratenwerth/Jenny/Bommer* (Anm. 12), § 21 Rdn. 12.

<sup>17</sup> AS 1988 966, 967.

<sup>18</sup> Vgl. *Hürlimann* (Anm. 10), S. 78 ff.; *Koenig*, Das Verbot von Insiderhandel (Anm. 9), S. 165 ff.; *Wohlers*, Festschrift für R. Weber, 2011, S. 393, 394.

<sup>19</sup> Vgl. *Peter*, in: Basler Kommentar (Anm. 11), Art. 161 Rdn. 42.

<sup>20</sup> Bericht Expertenkommission (Anm. 9).

<sup>21</sup> Vgl. Erläuternder Bericht (Anm. 9) sowie die Botschaft (Anm. 9), S. 6783 ff. und hierzu von der *Crone/Maurer/Hoffmann*, SZW 2011, 533 ff. sowie *Reinwald*, GesKR 2011, 518 ff.

<sup>22</sup> Zu dieser auch *Leu*, AJP 2013, 261 ff.

den Personen, die aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben, neu auch Aktionäre als taugliche Täter erfasst sind sowie Personen, die sich deliktisch Zugang zu Insiderinformationen verschafft haben oder die zufällig von diesen Kenntnis erhalten haben<sup>23</sup>.

## b) Die Rechtslage in Deutschland

In Deutschland wurde der Insiderhandel, nachdem sich eine auf Selbstregulierung setzende Konzeption als nicht zielführend erwiesen hatte<sup>24</sup>, im Jahre 1994 durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz<sup>25</sup> als Straftatbestand im WpHG kodifiziert<sup>26</sup>. Seither hat die Norm im Jahre 2002 im Zuge der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>27</sup> durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz<sup>28</sup> und 2004 durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)<sup>29</sup> relativ umfangreiche Veränderungen erfahren<sup>30</sup>.

Aus dem Zusammenspiel der §§ 14 und 38 WpHG ergeben sich für das deutsche Recht folgende zwei Straftatbestände: § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG erfasst das Erwerben oder Veräußern von Insiderpapieren für eigene oder fremde Rechnung unter Verwendung einer Insiderinformation (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG). Taugliche Täter sind sowohl Primärinsider als auch jeder Dritte (sog. Sekundärinsider). Der Tatbestand verlangt in seiner geltenden Fassung nicht mehr, dass eine Insiderinformation ausgenutzt wird, es reicht, dass diese verwendet wird. Über § 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG wird des Weiteren das unbefugte Mitteilen oder anderweitige Zugänglichmachen von Insiderinformationen (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) er-

---

<sup>23</sup> Vgl. Wohlers, GesKR 2013, 345, 348 ff.

<sup>24</sup> Vgl. BT-Drucks. 12/6679 S. 34; Assmann, ZGR 1994, 494, 495 ff.; ders., in: Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 6. Aufl. 2012, Vor § 12 Rdn. 1, 8; Baedorff, Das Merkmal der Verwendung von Insiderinformationen, 2011, S. 20 f.

<sup>25</sup> Zweites Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 26. 7. 1994, BGBl. I 1994, 1749 ff.

<sup>26</sup> Hellmann/Beckemper, Wirtschaftsstrafrecht, 3. Aufl. 2010, § 1 Rdn. 29; Hild, Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung des Kapitalmarktes, 2004, S. 152; Immenga, ZBB-Report 1995, 197 ff.

<sup>27</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 1. 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABL. EU L 96 vom 12. 4. 2003, S. 16.

<sup>28</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (4. FFG) vom 21. 6. 2002, BGBl. I 2002, 2010 ff.

<sup>29</sup> Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. 10. 2004, BGBl. I 2004, 2630 ff.

<sup>30</sup> Zu den Veränderungen vgl. BT-Drucks. 15/3174 S. 26 f.; Park, NSTZ 2007, 369, 371 f.; Hilgendorf, in: Park (Anm. 1), Vor § 12 WpHG Rdn. 4.

fasst, ebenso das Empfehlen von Wertpapiertransaktionen auf der Grundlage von Insiderinformationen (sog. Tipping; § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG). Taugliche Täter sind hier allein die in § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit. a) bis d) WpHG genannten Primärinsider, d. h. Personen, die aufgrund ihres Berufes, ihrer Funktion oder infolge kriminellen Verhaltens Kenntnis von einer Insiderinformation erlangt haben. Sekundärinsider können bei entsprechendem Verhalten wegen einer Ordnungswidrigkeit verfolgt werden (§ 39 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpHG).

In Deutschland sind in den Jahren 1995 bis 2002 von den zuständigen Aufsichtsbehörden zwar 356 Insideruntersuchungen eingeleitet worden, wovon dann auch 177 zu einem staatsanwaltschaftlichen Verfahren geführt haben. Von diesen Verfahren wurden allerdings 161 eingestellt. Die verbleibenden 16 Fälle wurden mit Strafbefehl geahndet bzw. haben – in drei Fällen – zu rechtskräftigen gerichtlichen Verurteilungen im ordentlichen Verfahren geführt<sup>31</sup>. Auch in den Jahren 2002 bis 2011 sind pro Jahr nie mehr als zwölf Verurteilungen nach einer Hauptverhandlung bzw. durch Strafbefehl ergangen<sup>32</sup>. Angesichts dessen, dass Deutschland von der Bevölkerungszahl her gesehen etwa zehnmal so groß ist wie die Schweiz, bewegen sich die Verurteilungen wegen Insiderhandels damit durchaus in einer Größenordnung, die mit den Zahlen in der Schweiz vergleichbar ist.

### c) Die Rechtslage in Österreich

In Österreich ist die Marktmissbrauchsrichtlinie im Zuge der Börsegesetznovelle 2004 in nationales Recht umgesetzt worden<sup>33</sup>. Die seit dem 1. 1. 2005 in Kraft befindlichen Regelungen finden sich in den §§ 48a ff. BörseG, wobei die Insiderstrafnorm in § 48b Abs. 1 BörseG geregelt ist. Die Insiderstrafnorm unterscheidet in Abs. 1 und Abs. 2 zwischen Insidern (sog. Primärinsider)<sup>34</sup> und sonstigen Personen (sog. Sekundärinsider)<sup>35</sup>, was allerdings allein für das Strafmaß von Bedeutung ist<sup>36</sup>. In Abs. 1 und in Abs. 2 wird vorausgesetzt, dass der Täter mit dem Vorsatz handelt, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen.

---

31 Hild (Anm. 26), S. 163 ff.

32 Vgl. Jahresbericht BaFin 2004, S. 188 ff.; Jahresbericht BaFin 2006, S. 166 ff.; Jahresbericht BaFin 2008, S. 157 ff.; Jahresbericht BaFin 2011, S. 200 ff.

33 Zur Rechtslage vor der Reform des österreichischen Börsegesetzes vgl. Altendorfer, Insidergeschäfte, 1992, S. 15 ff.; Goldmann, ÖBA 2001, 783 f.

34 Zum Kreis der tauglichen Täter vgl. § 48b Abs. 4 BörseG sowie Brandl, in: Temmel (Anm. 7), § 48b Rdn. 10 ff.

35 Vgl. Brandl, in: Temmel (Anm. 7), § 48b Rdn. 17 ff.

36 Schuhmacher ÖBA 2005, 533, 535.



Ist dieser Bereicherungsvorsatz<sup>37</sup> nicht gegeben, greift der als Allgemeindelikt ausgestaltete Auffangtatbestand nach Art. 48b Abs. 3, der den Insiderhandel im Übrigen auch in den Fällen erfasst, in denen der Täter aus grober Fahrlässigkeit nicht erkannt hat, dass es sich bei der fraglichen Information um eine Insiderinformation handelt<sup>38</sup>. Für Österreich gilt, dass es zwar jährlich einige Anzeigen der Finanzmarktaufsicht (FMA) gibt, in den Jahren 2007 bis 2011 aber offenbar keine einzige strafgerichtliche Verurteilung wegen Insiderhandels erfolgt ist<sup>39</sup>.

## 2. Die Strafnormen zur Erfassung der Kurs- bzw. Marktmanipulation

In der Schweiz ist der Straftatbestand der Kursmanipulation nach der gerade erfolgten Reform nicht mehr wie bisher im Strafgesetzbuch zu finden (vgl. Art. 161bis chStGB a.F.), sondern nunmehr ebenfalls im Börsengesetz (Art. 40a BEHG). Inhaltlich hat der Gesetzgeber den Straftatbestand der Kursmanipulation – entgegen auch im schweizerischen Schrifttum immer wieder erhobenen Forderungen<sup>40</sup> – nicht an die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie der EU angenähert. Die Tathandlung besteht auch weiterhin allein darin, dass entweder wider besseres Wissen falsche oder irreführende Informationen verbreitet werden (Art. 40a Abs. 1 lit. a BEHG; sog. Informationsdelikt) oder aber Käufe und Verkäufe getätigt werden, die beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundener Personen erfolgen (Art. 40 Abs. 1 lit. b BEHG; Transaktionsdelikt). Transaktionen, bei denen es sich nicht um *wash sales* oder *matched orders* handelt, werden de lege lata weiterhin nicht erfasst<sup>41</sup>. Hinter

---

<sup>37</sup> Vgl. *Brandl*, in: *Temmel* (Anm. 7), § 48b Rdn. 42f.

<sup>38</sup> *Schuhmacher*, ÖBA 2005, 533, 535.

<sup>39</sup> Auf Anfrage hin hat die Finanzmarktaufsicht (FMA) am 16. Juli 2013 per Mail mitgeteilt, dass bezogen auf den Zeitraum seit 2005 insgesamt 51 Verfahren wegen des Vorwurfs des Missbrauchs von Insiderinformationen eingeleitet worden sind, wobei 16 noch laufenden Ermittlungen 35 abgeschlossene Verfahren gegenüberstehen. Von den abgeschlossenen Verfahren sind 28 eingestellt worden sowie vier im Wege der Diversion erledigt worden. In drei Fällen hat es einen Freispruch gegeben. Hinzuweisen ist noch darauf, dass die nicht rechtzeitige Veröffentlichung von Insiderinformationen durch eine Ad-hoc-Meldung zu einer Reihe von Verwaltungsstrafverfahren geführt hat, vgl. hierzu die statistischen Angaben im Jahresbericht der Finanzmarktaufsicht 2012, S. 144.

<sup>40</sup> Vgl. *Amstutz/Reinert*, in: *Basler Kommentar* (Anm. 11), Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 30; *Weber/Schaller*, SZW 2003, 177, 183.

<sup>41</sup> Zur Ausgestaltung des Kursmanipulationstatbestands vor und nach der Reform vgl. *Pflaum*, *Kursmanipulation*, 2013, S. 35ff., 225ff.; vgl. auch *Petropoulos*, *Der strafrechtliche Schutz des*

der Einführung des Straftatbestands der Kursmanipulation stand wiederum das Bestreben, einschlägigen Rechtshilfeersuchen – die ebenfalls insbesondere aus den USA stammten – entsprechen zu können<sup>42</sup>. Diese ihm zugedachte Funktion als „Türöffner“ in Rechtshilfeverfahren hat der am 1. Februar 1997 in Kraft getretene Straftatbestand der Kursmanipulation erfüllt, in der Schweiz selbst hat er aber in seiner über 15-jährigen Geschichte noch zu keiner einzigen Verurteilung geführt<sup>43</sup>.

In Österreich ist die in § 48c BörseG geregelte Marktmanipulation als Verwaltungsübertretung ausgestaltet worden, wobei aber – anders als in der Schweiz – sowohl informationsgestützte als auch transaktionsgestützte Manipulationen erfasst werden<sup>44</sup>. In Deutschland schließlich ist der Straftatbestand der Kurs- und Marktmanipulation im Jahre 2002 durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz<sup>45</sup> geschaffen und bereits im Jahre 2004 im Rahmen des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG)<sup>46</sup> einer erneuten Reform unterzogen worden<sup>47</sup>. Auch in Deutschland werden sowohl informationsgestützte als auch transaktionsgestützte Manipulationen erfasst und grundsätzlich über § 39 WpHG als Ordnungswidrigkeiten verfolgt. Ist es tatsächlich zu einer Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis gekommen, wird das Delikt als Kriminalstraftat eingestuft,

---

Kapitalmarkts vor Manipulationshandlungen nach schweizerischem und EU-Recht, 2009, S. 78 f.; kritisch im Hinblick auf die enge Ausgestaltung der Norm: *Iffland*, in: *Hertig et al.* (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, 1. Lfg., 2000, Art. 46 Rdn. 26 ff.; *ders.*, in: *Thévenoz/Bovet* (Hrsg.), Journée 2004 de droit bancaire et financier, 2005, S. 54 f.; *Pflaum* (Anm. 41), S. 257 ff.

**42** *Amstutz/Reinert*, in: Basler Kommentar (Anm. 11), Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 7; *Trippel/Urbach*, in: Basler Kommentar BEHG/FINMAG (Anm. 12), Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 1; *Petropoulos* (Anm. 41), S. 14; zur Entstehungsgeschichte der Norm umfassend *Pflaum* (Anm. 41), S. 18 ff.

**43** Bundesamt für Statistik, Verurteilungen (Erwachsene), Strafgesetzbuch – Verurteilungen nach Artikel des StGB und Kanton, Periode 1984–2011, abrufbar unter der in Anm. 15 genannten Internetseite; zu den Gründen für diesen Befund vgl. die Analyse der bei der Staatsanwaltschaft Zürich anhängig gewordenen Untersuchungsverfahren durch *Pflaum* (Anm. 41), S. 131 ff.

**44** Vgl. *Lechner/Temmel*, in: *Temmel* (Anm. 7), § 48c Rdn. 2 sowie i. E. *Brandl*, in: *Temmel* (Anm. 7), § 48a Rdn. 59 ff.

**45** Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (4. FFG) vom 21. 6. 2002, BGBl. I 2002, 2010 ff.

**46** Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. 10. 2004, BGBl. I 2004, 2630 ff.

**47** Zu den Veränderungen vgl. BT-Drucks. 15/3174 S. 27; *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), 2006, S. 155 f.; *Papachristou*, Die strafrechtliche Behandlung von Börsen- und Marktpreismanipulationen, 2006, S. 265 ff.; *Park* NSTZ 2007, 369, 374 f.; *Raabe*, Der Bestimmtheitsgrundsatz bei Blankettstrafgesetzen am Beispiel der unzulässigen Marktmanipulation, 2007, S. 119 ff.; *Schönhöft*, Die Strafbarkeit der Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG, 2006, S. 9; *Sorgenfrei*, in: *Park* (Anm. 1), §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 2.

die bei vorsätzlichem Handeln mit Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bedroht ist (§ 38 Abs. 2 WpHG). Unter dem Erfordernis der Einwirkung ist nach ganz h.M. ein kausal auf die fragliche Manipulationshandlung zurückführbarer Erfolg zu verstehen<sup>48</sup>.

Dass die Voraussetzung der Einwirkung erfüllt ist, kann allerdings nach einer in der Literatur vorherrschend vertretenen Auffassung praktisch nicht nachgewiesen werden<sup>49</sup>, denn es existieren keine Gesetzmäßigkeiten, aus denen sich ergibt, wann Anleger sich zu einer bestimmten Anlageentscheidung entschließen<sup>50</sup>. Hinzu kommt noch, dass es sich bei den im Rahmen von Anlageentscheidungen spielenden Kausalitäten durchgängig um psychische Kausalitäten handelt<sup>51</sup>, bei denen bisher schon vom Grundansatz her vollkommen unklar ist, wie sie erklärt werden können bzw. sollen<sup>52</sup>. Der Bundesgerichtshof hat insoweit allerdings die Auffassung vertreten, es dürften keine überspannten Anforderungen gestellt werden, da die Norm sonst weitgehend leerlaufen würde. Eine Kurseinwirkung

---

<sup>48</sup> Vgl. LG München wistra 2003, 436, 437 f.; Schröder, in: Achenbach/Ransiek (Hrsg.), Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 3. Aufl. 2012, 10. Teil Rdn. 4 und 83 ff.; Diversy, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2011, WpHG § 38 Rdn. 125 f.; Brammsen, WM 2012, 2134, 2140; Eichelberger (Anm. 47), S. 323 ff.; Hellgardt ZIP 2005, 2000, 2002; Hellmann/Beckemper (Anm. 26), § 1 Rdn. 77; Kutzner, WM 2005, 1401, 1406; Petropoulos (Anm. 41), S. 154 ff.; Schönhöft (Anm. 47), S. 158; Sorgenfrei, in: Park (Anm. 1), §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 109; Tiedemann, Wirtschaftsstrafrecht, Besonderer Teil, 3. Aufl. 2011, Rdn. 362; Tripmaker, wistra 2002, 288, 291; Trüstedt, Das Verbot von Börsenkursmanipulationen, 2004, S. 125 ff.; Vogel, in: Assmann/Schneider (Anm. 24), § 38 Rdn. 2, 49 ff.; Wittig, Wirtschaftsstrafrecht, 2. Aufl. 2011, § 30 Rdn. 42 und 62 f.; zur Notwendigkeit, im Hinblick auf dieses Merkmal auf die Erkenntnisse der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften zurückzugreifen, vgl. Schönwälder, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 229 ff.

<sup>49</sup> So im Ergebnis auch Schönhöft (Anm. 47), S. 159 ff.; Ziouvas, ZGR 2003, 113, 140; vgl. auch Ziouvas, WM 2002, 1483, 1487 f.; a. A. Papachristou (Anm. 47), S. 198 ff.; Schröder, in: Achenbach/Ransiek (Anm. 48), 10. Teil Rdn. 89 ff.; vgl. auch Brammsen, WM 2012, 2134, 2140; weitere Nachweise zum Streitstand bei Schönwälder (Anm. 48), S. 353 ff.

<sup>50</sup> Vgl. LG München wistra 2003, 436, 438; Eichelberger (Anm. 47), S. 323 ff.; Petropoulos (Anm. 41), S. 156 ff.; Schönhöft (Anm. 47), S. 158 ff., jeweils zum Einwirkungskriterium in § 38 Abs. 2 WpHG.

<sup>51</sup> Ausnahmen sind handelsgestützte Manipulationen in den Fällen von Blocktransaktionen sowie Handelsaktivitäten in engen Märkten bzw. wenig gehandelten Papieren, wo es allein aufgrund der Handelsaktivität zu einem Einfluss auf den Kurs kommen kann, vgl. Papachristou (Anm. 47), S. 46 ff.; zum prozessualen Nachweis in diesen Fällen vgl. Eichelberger (Anm. 47), S. 328 ff.

<sup>52</sup> Vgl. Herbold, Das Verwendungsmerkmal im Insiderhandelsverbot, 2009, S. 69 ff.; Baedorff (Anm. 24), S. 85 ff. sowie Schönwälder (Anm. 48), S. 252 ff.; a. A. Petropoulos (Anm. 41), S. 170, der eine Anwendung der c.s.q.n.-Formel i. V. m. Wahrscheinlichkeitsregeln für möglich hält.

soll durch einen Vergleich des bisherigen Kursverlaufes und Umsatzes mit der Kurs- und Umsatzentwicklung des betreffenden Papiers am konkreten Tag sowie durch die Ordergrößen hinreichend belegt werden können<sup>53</sup>. Insbesondere soll es nicht erforderlich sein, Marktteilnehmer als Zeugen dazu zu vernehmen, aufgrund welcher Umstände sie zu ihrer Anlageentscheidung gelangt sind<sup>54</sup>. Dass der BGH eine Lösung über den Zeugenbeweis, die den hergebrachten Grundsätzen der Beweisführung zu Motivationszusammenhängen entsprechen würde<sup>55</sup>, verwirft, dürfte maßgeblich daran liegen, dass diese Beweisführung in den hier relevanten Konstellationen kaum praktikabel ist<sup>56</sup>. Dem BGH wird zu Recht entgegengehalten, dass sein anwendbarkeitssicherndes Judizieren um jeden Preis die Grenze des Art. 103 Abs. 2 GG überschreitet<sup>57</sup> und letztlich auf die aus mehreren Gründen problematische Anerkennung eines auf Indizien aufbauenden Evidenzbeweises hinausläuft<sup>58</sup>. Festzustellen ist, dass sich die Norm in der Auslegung des BGH letztlich zu einem Gefährdungsdelikt wandelt, was – *de lege lata* – nicht dem Gesetz entspricht<sup>59</sup>.

In Deutschland sind im Zeitraum von 2003 bis 2012 jährlich nie mehr als 24 Verurteilungen wegen Marktmanipulation nach einer Hauptverhandlung bzw. durch Strafbefehl ergangen<sup>60</sup>, wobei allerdings in der Literatur behauptet wird, dass die praktische Bedeutung seit dem Jahre 2011 signifikant gestiegen sein soll<sup>61</sup>. In Österreich hat die FMA beispielsweise im Jahre 2011 120 als Marktmani-

53 BGHSt. 48, 373, 384; zustimmend Baedorff (Anm. 24), S. 102ff.; Hellgardt, ZIP 2005, 2000, 2003f. und 2007f.; Eichelberger (Anm. 47), S. 325ff., 330ff.; Vogel, in: Assmann/Schneider (Anm. 24), § 38 Rdn. 54ff.; kritisch dagegen: Kutzner, WM 2005, 1401, 1406ff.; Schönhöft (Anm. 47), S. 161f.; Sorgenfrei, in: Park (Anm. 1), §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 85ff., 269.

54 BGHSt. 48, 373, 384.

55 Anders kann es aussehen, wenn man bereit ist, völlig andere Wege bei der Annahme von Kausalzusammenhängen zu beschreiten, vgl. dazu ausführlich Schönwälder (Anm. 48), S. 268ff.

56 Schönwälder (Anm. 48), S. 364ff.; vgl. auch LG München wistra 2003, 436, 438: Es sei erforderlich, „die einzelnen Anleger zu ermitteln und nach ihrer Motivation bei dem Erwerb der jeweiligen Aktien zu forschen“.

57 Schönwälder (Anm. 48), S. 365; vgl. auch Schönhöft (Anm. 47), S. 163f.: Die Problematik könne nur der Gesetzgeber lösen; vgl. aber auch Petropoulos (Anm. 41), S. 164f., der das Problem darin sieht, dass der Ansatz des BGH zu erheblichen Strafbarkeitslücken führe.

58 Vgl. Schönwälder (Anm. 48), S. 347f., 350ff., 364.

59 Kutzner, WM 2005, 1401, 1408.

60 Vgl. Jahresbericht BaFin 2004, S. 193f.; Jahresbericht BaFin 2006, S. 170ff.; Jahresbericht BaFin 2008, S. 161ff.; Jahresbericht BaFin 2011, S. 205ff.; Jahresbericht BaFin 2012, S. 182ff.; vgl. auch Sorgenfrei, in: Park (Anm. 1), §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 55.

61 Brammsen WM 2012, 2134 unter Verweis auf Jahresbericht BaFin 2011, S. 204 (Steigerung der eingeleiteten Untersuchungen um 50% im Vergleich zum Vorjahr) sowie die vor den Strafgerichten verhandelten Fälle (a. a. O., S. 2134ff.).

pulation einzustufende Verstöße registriert<sup>62</sup>. Seit 2008 wurden wegen Marktmanipulationen auch regelmäßig Straferkenntnisse erlassen, die sowohl Scheintransaktionen als auch Manipulationen wegen effektiver Transaktionen betrafen, wobei die Anzahl der ausgesprochenen Sanktionen zwischen 21 Fällen im Jahre 2008 und jeweils 5 in den Jahren 2010 und 2012 schwankte<sup>63</sup>.

### III. Reformbestrebungen auf europäischer Ebene

Die Gesetzgebungsverfahren in Deutschland – und auch in Österreich – sind durchgängig durch Vorgaben auf europäischer Ebene veranlasst worden<sup>64</sup>. *Joaachim Vogel*<sup>65</sup> hat zutreffend darauf hingewiesen, dass es sich bei den Normen des Wertpapierhandelsstrafrechts materiell gesehen um „internationalisiertes und insbesondere europäisiertes Strafrecht“ handelt: 1994 ging es um die Umsetzung der aus dem Jahre 1989 stammenden Insiderrichtlinie<sup>66</sup> und bei den Gesetzgebungsvorhaben aus 2002 und 2004 um die vorausseilende und dann nachbessernde Umsetzung der 2003 erlassenen Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>67</sup>. Während die Reform der einschlägigen Strafnormen in der Schweiz – wie erwähnt<sup>68</sup> – gerade stattgefunden hat, könnte eine Reform in Deutschland und Österreich in den nächsten Jahren anstehen, weil die EU-Kommission als Reaktion auf die Finanzkrise umfangreiche Regulierungsbemühungen entfaltet. So hat die Kommission im Oktober 2011 Vorschläge für eine Marktmissbrauchs-Verordnung<sup>69</sup> und für eine

---

<sup>62</sup> Vgl. *Jaindl*, Börsevergehen in Wien an jedem zweiten Handelstag, *WirtschaftsBlatt*, 20. 03. 2012, abrufbar unter: <http://wirtschaftsblatt.at/home/boerse/wien/1224770>.

<sup>63</sup> Angaben gemäß einer Auskunft der Finanzmarktaufsicht; vgl. auch die Jahresberichte der Finanzmarktaufsicht: 2008, S. 130; 2009, S. 124f.; 2010, S. 127; 2011, S. 127; 2012, S. 143.

<sup>64</sup> Vgl. – für Deutschland – BT-Drucks. 12/6679 S. 45f.; 15/3174 S. 26; *Baedorff* (Anm. 24), S. 21f.; *Hilgendorf*, in: *Park* (Anm. 1), Vor § 12 WpHG Rdn. 2f.

<sup>65</sup> *Vogel*, Festschrift für Jakobs, 2007, S. 733; vgl. auch *Hilgendorf*, in: *Park* (Anm. 1), Vor § 12 WpHG Rdn. 5: Es lasse sich „von einem europäischen Finanz- oder Kapitalmarktstrafrecht sprechen“.

<sup>66</sup> Richtlinie des Rates vom 13. 11. 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte (89/592/EWG), ABl. EG L 334 vom 18. 11. 1989, S. 30; vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Anm. 24), Vor §12 Rdn. 10ff.

<sup>67</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 1. 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU L 96 vom 12. 4. 2003, S. 16.

<sup>68</sup> Vgl. oben II.1.a und II.2.

<sup>69</sup> Europäische Kommission, Vorschlag für Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 20. 10. 2011, KOM (2011) 651 endgültig.

Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insidergeschäfte und Marktmanipulationen<sup>70</sup> vorgelegt. Die Vorschläge zielen nicht nur darauf ab, das Kapitalmarktrecht als solches weiter zu europäisieren, sondern sie sollen auch das Kapitalmarktstrafrecht durch Vorgaben auf europäischer Ebene harmonisieren, was dann zwar nicht die Schweiz, wohl aber Deutschland und Österreich als Mitgliedsstaaten der EU zu einer Reform der nationalen Strafrechtsnormen zwingen würde.

Bezogen auf den Bereich des Insiderhandels wird von der EU-Kommission insbesondere vorgeschlagen, dass der Begriff der Insiderinformation ausgeweitet wird<sup>71</sup>, wobei hier in Art. 6 Abs. 1 lit. e E-VO auf das bisher zentrale Merkmal des Kursbeeinflussungspotenzials verzichtet werden soll<sup>72</sup>. Neu soll es ausreichen, dass die in Frage stehende Information von einem „verständigen Investor“ bei der Entscheidung über die Bedingungen des Geschäftsabschlusses als „relevant“ betrachtet würde<sup>73</sup>. Darüber hinaus soll auch der Kreis der verbotenen Insiderhandlungen ausgedehnt werden<sup>74</sup>. So soll neu z. B. auch die Stornierung von Aufträgen erfasst sein (Art. 3 lit. a E-RiLi)<sup>75</sup>, und die tauglichen Tathandlungen für sog. Sekundärinsider werden neu denen für Primärinsider angepasst. Die strafrechtlich relevanten Marktmissbrauchsregelungen sollen inhaltlich gesehen weitgehend unverändert bleiben, jedoch sollen jetzt unter anderem auch der sogenannte Freiverkehr und der außerbörsliche Handel (sog. „OTC“-Geschäfte) erfasst werden<sup>76</sup>.

Eine zentrale Forderung geht dahin, Verfehlungen nunmehr als Straftaten zu ahnden, weil sich verwaltungsrechtliche Sanktionen aus Sicht der EU-Kommission als nicht hinreichend erwiesen haben<sup>77</sup>. Die Einführung von „Mindestvorschriften für strafrechtliche Sanktionen“ (Art. 1 Abs. 1 E-RiLi) wird damit begründet, dass die diesbezüglichen Regelungen in den Mitgliedsstaaten bisher

---

**70** Europäische Kommission, Vorschlag für Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation vom 20. 10. 2011, KOM(2011) 654 endgültig.

**71** Vgl. *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315, 319ff.; *Sethe*, in: *Cavallo et al.* (Hrsg.), *Liber Amicorum* für Andreas Donatsch, 2012, S. 625f.; *Teigelack*, BB 2012, 1361, 1362f.; *Veil/Koch*, WM 2011, 2297, 2299f.

**72** *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315, 320.

**73** Zur Auslegung dieser Insiderinformation-light vgl. *Teigelack*, BB 2012, 1361, 1363 sowie die zustimmenden Ausführungen von *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315, 320f., die es insbesondere befürworten, dass eine umfassende Insiderprävention vom gleichzeitigen Zwang zu einer ausufernden Kapitalmarktinformation abgekoppelt wird (a. a. O., S. 321); vgl. auch *Sethe* (Anm. 71), S. 625f.: die sachliche Rechtfertigung dieser Ausweitung erscheine fraglich.

**74** *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315, 322f.; vgl. aber auch *Sethe* (Anm. 71), S. 626: Im Ergebnis dürfte sich das neue Recht nur geringfügig vom bisherigen unterscheiden.

**75** *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315, 322; *Teigelack*, BB 2012, 1361 1363.

**76** *Salewski/Sigle*, GWR 2012, 265; *Teigelack*, BB 2012, 1361, 1362; *Veil/Koch*, WM 2011, 2297, 2299.

**77** KOM(2011) 654 endgültig (Anm. 70), S. 3f. sowie S. 9 (Erwägungsgrund 5).

uneinheitlich seien und in einigen Mitgliedsstaaten strafrechtliche Sanktionen gänzlich fehlten<sup>78</sup>. Nach Auffassung der EU-Kommission stört dies die Zusammenarbeit der nationalen Behörden; außerdem seien Strafen als ein klares Signal an den Markt notwendig<sup>79</sup>.

Gestritten wird zunächst einmal darüber, ob die EU-Kommission überhaupt die Kompetenz hat, in der von ihr vorgeschlagenen Form vorzugehen<sup>80</sup>. Die Kritiker sehen es als einen Formenmissbrauch an, dass mit einer Verordnung detaillierte Vorgaben gemacht werden, die dem nationalen Gesetzgeber bei der Umsetzung der Richtlinie praktisch keinen Spielraum mehr lassen<sup>81</sup>, wobei der Nachvollzug der Vorgaben aus Brüssel z.B. für das deutsche Recht eine nicht unerhebliche Verschärfung der bestehenden Regelungen zur Folge hätte<sup>82</sup>. Des Weiteren stellt sich die Frage, ob die vom Bundesverfassungsgericht<sup>83</sup> für die Anwendung des Art. 83 Abs. 2 Satz 1 AEUV definierte Voraussetzung des gravierenden Vollzugsdefizits gegeben ist<sup>84</sup>. Das Problem besteht hier darin, dass die EU-Kommission mit dem Vorschlag für die neue Richtlinie verbindliche Vorgaben („Mindestvorschriften“) für strafrechtliche Normen setzt<sup>85</sup>, deren Umsetzung z.B. wiederum für das deutsche Recht zu einer erheblichen Veränderung und Verschärfung der bestehenden nationalen Regelungen führen würde<sup>86</sup>. Die diesbezügliche Kompetenz der EU-Kommission wird sowohl vom deutschen Bundesrat als auch vom Bundestag bestritten<sup>87</sup>; und auch mein Fakultätskollege *Rolf Sethe*

**78** KOM(2011) 654 endgültig (Anm. 70), S. 9 (Erwägungsgrund 6); Commission Staff Working Paper, SEC(2011) 1217 final, S. 27f. = BT-Drucks. 17/9770 S. 53; vgl. auch *Sorgenfrei*, in: *Park* (Anm. 1), §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 35.

**79** KOM(2011) 654 endgültig (Anm. 70), S. 2 sowie S. 9 (Erwägungsgrund 6f.); zustimmend zur Vereinheitlichung unter Rückgriff auf Mindestvorschriften: *Walla*, BB 2012, 1358, 1360 f.

**80** Vgl. hierzu *Hilgendorf*, in: *Park* (Anm. 1), Vor § 12 WpHG Rdn. 10f.; *Sethe* (Anm. 71), S. 619ff.; *Sorgenfrei*, in: *Park* (Anm. 1), §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 11, 14, 64.

**81** Dass es tatsächlich genau darum geht, dem nationalen Gesetzgeber bei der Ausgestaltung der Tatbestandsvoraussetzungen keinen Umsetzungsspielraum mehr zu lassen, betonen *Salwski/Sigle*, GWR 2012, 265.

**82** Vgl. *Brodowski*, ZIS 2011, 940, 946; *Schork/Reichling*, StraFo 2012, 125, 127f.; *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315, 323f.; *Vogel*, in: *Assmann/Schneider* (Anm. 24), Vor § 38 Rdn. 7a.

**83** BVerfGE 123, 267, 410, 411f.

**84** Kritisch insoweit *Sethe* (Anm. 71), S. 622f. mit dem Hinweis darauf, dass insoweit keine Analyse erfolgt sei, die ein Vollzugsdefizit nachweise; vgl. auch BT-Drucks. 17/9770 S. 4 f.

**85** Zum uneinheitlichen Bild der Regelungen vgl. *Sethe* (Anm. 71), S. 617f.

**86** Vgl. *Brodowski*, ZIS 2011, 940, 946; *Schork/Reichling*, StraFo 2012, 125, 127f.; *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315, 323f.

**87** Vgl. BT-Drucks. 17/9770 S. 5; vgl. aber auch die skeptische Einschätzung bei *Schork/Reichling*, StraFo 2012, 125, 128: Es sei nicht zu erwarten, dass sich die Institutionen der EU der restriktiven Auslegung des Art. 83 Abs. 2 AEUV durch das Bundesverfassungsgericht anschließen werden.



verneint sie mit der Begründung, dass die von der Kommission behauptete „Uneinheitlichkeit der Strafsanktionen nur ein Vorwand für den Aktionismus der Kommission“<sup>88</sup> sei, während tatsächlich eine Notwendigkeit für die Umgestaltung der Straftatbestände nicht gegeben sei<sup>89</sup>.

Fraglich ist des Weiteren, ob die Vorschläge inhaltlich überzeugend sind<sup>90</sup>. Standardeinwand ist bei den Börsendelikten – jedenfalls aus deutscher Sicht – deren fehlende Vereinbarkeit mit dem Bestimmtheitsgrundsatz<sup>91</sup>. Gerade dann, wenn – wie bei den Börsendelikten – die Normsetzung mehr und mehr europäisiert wird, stellt sich des Weiteren auch noch das Problem der Zulässigkeit einer inhaltlich weitgehend durch Expertengremien gesteuerten „gubernativen Rechtssetzung“<sup>92</sup>. Dies alles soll hier zunächst<sup>93</sup> nicht weiter vertieft werden. Die entsprechenden Einwände sind bekannt – und sie haben soweit ersichtlich bisher weder die nationalen Gesetzgeber noch die EU-Institutionen in irgendeiner Weise beeindruckt. Stattdessen soll, wie bereits eingangs angekündigt, der Frage nachgegangen werden, ob die einschlägigen Straftatbestände – und damit sind sowohl die Normen des geltenden Rechts als auch jene Normen gemeint, die im Falle einer Reform zur Umsetzung der Vorgaben aus Brüssel zu erwarten wären – nicht an den Gegebenheiten der Finanzmärkte schlicht vorbeigehen und deswegen notwendigerweise ins Leere laufen müssen. Untermauert werden soll diese

---

**88** Sethe (Anm. 71), S. 627.

**89** Sethe (Anm. 71), S. 628.

**90** Vgl. Veil/Koch, WM 2011, 2297, 2306, die insbesondere der vorgesehenen Einführung der Strafbarkeit des Unternehmens kritisch gegenüberstehen; vgl. auch Sethe (Anm. 71), S. 624f. Diese Regelung ist jetzt dahingehend entschärft worden, dass effektive, verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen ausreichen, vgl. Brodowski, ZIS 2012, 558, 562.

**91** Vgl. zuletzt Schünemann, GA 2013, 193, 201ff. sowie direkt bezogen auf die Vorschläge der EU-Kommission: Kalss, EuZW 2012, 361, 362; zum österreichischen Recht und bezogen auf die Kursmanipulation: Lechner/Temmel, in: Temmel (Anm. 7), § 48 c Rdn. 2; zum deutschen Kursmanipulationstatbestand: Altenhain, BB 2002, 1874, 1876; Eichelberger (Anm. 47), S. 172ff.; Gaede/Mühlbauer, wistra 2005, 9, 13f.; Kutzner, WM 2005, 1401ff.; Maile, Der Straftatbestand der Kurs- und Marktpreismanipulation nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2006, S. 41ff.; Raabe (Anm. 47), S. 123ff.; Papachristou (Anm. 47), S. 229ff.; Petropoulos (Anm. 41), S. 125ff.; Schönhöft (Anm. 47), S. 30ff., 63ff., 113ff., 123ff., 146ff.; Sorgenfrei, in: Park (Anm. 1), §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 61ff.; Streinz/Oehler, WM 2004, 1309, 1314ff.; Trüstedt (Anm. 48), S. 155ff.; Vogel, in: Assmann/Schneider (Anm. 24), Vor § 38 Rdn. 9f.; Wittig (Anm. 48), § 30 Rdn. 45; Ziouvas, ZGR 2003, 113, 127ff.; Hellmann/Beckemper (Anm. 26), § 1 Rdn. 65f.; zum deutschen Insiderrecht: Dierlamm, NSTZ 1996, 519, 522; Hilgendorf, in: Park (Anm. 1), Vor § 12 WpHG Rdn. 26f.; Park, NSTZ 2007, 369, 372ff.

**92** Vgl. hierzu – kritisch – Vogel, Festschrift für Jakobs, S. 734f.; ders., in: Assmann/Schneider (Anm. 24), Vor § 38 Rdn. 15.

**93** Vgl. aber unten VI.



These anhand von zwei zentralen Problembereichen. Zum einen geht es um die Frage, was mit den Börsendelikten eigentlich wovor geschützt werden soll; zum anderen soll aufgezeigt werden, dass die Straftatbestände auf einer Vorstellung davon aufbauen, wie Finanzmarktakteure agieren, die mit dem tatsächlichen Handeln realer Anleger nur wenig zu tun hat.

## IV. Das Schutzgut der Straftatbestände des Kapitalmarktrafrechts

Nach der in der deutschsprachigen Strafrechtswissenschaft ganz vorherrschend vertretenen Auffassung ist eine Strafnorm dann – und nur dann – legitim, wenn sie ein strafschtutzwürdiges Rechtsgut schützt. Ich kann an dieser Stelle leider nicht auf die interessante Frage eingehen, was die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zur Strafbarkeit des Geschwisterinzests von dieser Theorie eigentlich noch übrig gelassen hat. Festzuhalten bleibt aber, dass die Rechtsgutstheorie keine Bindung erzeugen, sondern allenfalls einen Maßstab für kriminalpolitische Kritik liefern kann<sup>94</sup>.

Ausgangspunkt meiner nachfolgenden Betrachtung ist vielmehr die wohl unstrittige Annahme, dass nicht die Strafrechtswissenschaft, sondern der Gesetzgeber zu entscheiden – und zu verantworten – hat, was gelten soll<sup>95</sup>. Wenn der Gesetzgeber aber den Anspruch erhebt, das gesellschaftliche Miteinander in einer bestimmten Art und Weise verbindlich zu regeln, muss er sich mindestens insoweit an der sozialen Realität orientieren, als er Normen zu schaffen hat, die dieser Rechnung tragen<sup>96</sup>. Strafnormen, die ins Leere laufen, weil sie an den sozialen Realitäten vorbei konstruiert worden sind, sind als ungeeignete und damit unverhältnismäßige Einschränkungen der bürgerlichen Freiheit einzu-

---

<sup>94</sup> So *Roxin*, Festschrift für Hassemer, 2010, S. 584 f., der aber auch der Meinung ist, dass eine Strafnorm unverhältnismäßig ist, wenn mit ihr kein „legitimer“ Zweck verfolgt wird. Dem ist entgegenzuhalten, dass es nicht in der Kompetenz der Strafrechtswissenschaft liegt, dem Gesetzgeber vorzugeben, welche Zwecke legitim sind und welche nicht.

<sup>95</sup> *Naucke*, Über die juristische Relevanz der Sozialwissenschaften, 1972, S. 66 f.; *Willisegger*, *forum poenale* 2013, 104, 111.

<sup>96</sup> *Van Aaken*, „Rational Choice“ in der Rechtswissenschaft, 2001, S. 23; *Eidenmüller*, *JZ* 2005, 216, 217; *ders.*, *JZ* 2005, 670; *Kindhäuser*, in: *Schünemann/González* (Hrsg.), Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Madrid-Symposium für Klaus Tiedemann, 1994, S. 129; *Wohlers*, Deliktstypen des Präventionsstrafrechts – zur Dogmatik „moderner“ Gefährdungsdelikte, 2000, S. 240; vgl. auch *Noll*, Gesetzgebungslehre, 1973, S. 86 f. sowie *ders.*, a.a.O., S. 27: die Juristen verwenden dann „selten mehr als vulgärsoziologische und vulgärpsychologische Erkenntnisse“.

stufen<sup>97</sup>. Wenn sich also zeigen lässt, dass das „Etwas“ ,das der Gesetzgeber schützen will – und das wir üblicherweise als Rechtsgut bezeichnen –, auf dem vom Gesetzgeber gewählten Weg tatsächlich gar nicht geschützt werden kann oder nicht geschützt werden muss, ist die entsprechende Strafnorm illegitim<sup>98</sup>. Und in diesem Zusammenhang ist dann relevant, was die Sozialwissenschaften aus empirischer Sicht<sup>99</sup> zur Beschaffenheit des Substrats zu sagen haben, auf welches sich die in Frage stehende Gesetzgebung bezieht<sup>100</sup>.

Die Frage, was mit den Börsendelikten eigentlich geschützt werden soll, ist seit Langem umstritten. Ich beschränke mich zunächst – meinem speziellen Erkenntnisinteresse folgend – darauf, die Vorstellungen des Gesetzgebers auf ihre Tragfähigkeit hin zu analysieren. Bei den Normsetzungsaktivitäten auf europäischer Ebene ist es stets darum gegangen, das Vertrauen der Anleger in das reibungslose Funktionieren des Marktes sicherzustellen. Im Vorschlag für die neue Richtlinie der EU heißt es diesbezüglich kurz und bündig: „Marktmissbrauch (= Insiderhandel und Kursmanipulation) verletzt die Integrität der Finanzmärkte und untergräbt das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und Derivate.“<sup>101</sup>

In die gleiche Richtung argumentiert auch der deutsche Gesetzgeber. So heißt es z. B. bezogen auf die neuen Vorschläge aus Brüssel in einer Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses des Bundestages: „Insider-Geschäfte und Marktmanipulation gefährden das Vertrauen zwischen Kleinanlegern und Finanzinvestoren auf der einen Seite sowie den Gesellschaften, an denen sie sich über den Kapitalmarkt beteiligen, auf der anderen Seite.“ Und weiter wird ausgeführt: „Die Angst vor Aktionären ‚erster und zweiter Klasse‘ ist geeignet, gerade Kleinanleger und ggf. auch Finanzinvestoren von einer Investition auf dem Kapitalmarkt abzuschrecken, so dass eine geringere Liquidität und damit eine Beeinträchtigung der Kapitalmärkte die Folgen sein können. Das gilt in noch stärkerer Weise für die Sorge von Kleinanlegern und institutioneller Finanzinvestoren, Opfer von Marktmanipulation werden zu können, indem Investitionsentscheidungen auf der Basis manipulierter Informationen getroffen

<sup>97</sup> Vgl. auch Achenbach, ZStW 119 (2007), S. 789, 812; Schönwälder (Anm. 48), S. 372.

<sup>98</sup> Wohlers (Anm. 96), S. 240 ff.

<sup>99</sup> Zur notwendigen Differenzierung zwischen normativen und empirischen Aussagen vgl. Lüdemann, in: Engel et al. (Hrsg.), Recht und Verhalten, 2007, S. 11 f.

<sup>100</sup> Vgl. Naucke (Anm. 95), S. 26 f., 66, mit einer Exemplifizierung anhand des Hearings über die Reform des Sexualstrafrechts auf S. 29 ff.; allgemein zur Relevanz empirischer Befunde für Normwirkungsanalysen: van Aaken (Anm. 96), S. 17 ff., 104 ff., 156 ff.; Janson, Ökonomische Theorie im Recht, 2004, S. 22 f., 127 ff.

<sup>101</sup> KOM(2011) 654 endgültig (Anm. 70), S. 8 (Erwägungsgrund 1).

werden. Daher ist sowohl gegen Insider-Geschäfte als auch gegen Marktmanipulation rechtlich vorzugehen.“<sup>102</sup>

Wenn man mit den Straftatbeständen des Insiderhandels und der Kursmanipulation bzw. des Marktmissbrauchs die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte gewährleisten will, dann müssen sich die Annahmen, aus denen sich eine Gefährdung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ergeben soll, als valide erweisen. Entscheidend ist also, ob sich die insoweit zentrale These eines drohenden Rückzugs der Anleger als wenigstens plausibel erweist<sup>103</sup>.

Die entsprechende Argumentation wird zwar auch in der Strafrechtswissenschaft als grundsätzlich plausibel eingestuft: Das durch den Insiderstraftatbestand geschützte Rechtsgut besteht, so die in der Schweiz allgemein geteilte Auffassung, in der als Grundbedingung für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt zu gewährleistenden Chancengleichheit der Anleger<sup>104</sup>. Auch in Österreich und in Deutschland hat sich die Auffassung durchgesetzt, dass es beim Insidertatbestand darum geht, die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes zu erhalten<sup>105</sup>. Diese wird als gefährdet angesehen, weil die Chancengleichheit der Anleger ein zentrales Erfordernis sei. Werde sie nicht gewährleistet, würden sich die Anleger aus dem Markt zurückziehen, was dann letztlich dessen Funktionsfähigkeit in Frage stellen würde<sup>106</sup>.

**102** Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses des Bundestages, BT-Drucks. 17/9770 S. 3.

**103** Vgl. *Kindhäuser*, Madrid-Symposium für Tiedemann (Anm. 96), S. 129.

**104** BGE 118 Ib 448, 456f.; 118 Ib 547, 558 = Praxis 1993 Nr. 150, S. 586; BGer, Urteil vom 26. 11. 2002, 1A.110/2002, E. 4.4; *Peter*, in: Basler Kommentar (Anm. 11), Art. 161 Rdn. 10; *Böckli*, Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates, 1989, S. 29f.; *Bühler/Häring*, GesKR 2009, 453, 455; *Donatsch* (Anm. 16), S. 304; *Forstmoser*, Das neue schweizerische Insider-Recht (Anm. 10), S. 12f. und 28; *Hofstetter*, recht 1999, 126, 128f.; *Hürlimann* (Anm. 10), S. 18f.; *ders.*, GesKR 2006, 308, 311; *Hurtado Pozo*, Madrid-Symposium für Tiedemann (Anm. 96), S. 412f.; *Koenig*, Das Verbot von Insiderhandel (Anm. 9), S. 43f., 87 ff.; *Leuenberger* (Anm. 9), S. 178, 245f.; *Peter* (Anm.12), S. 10; *ders.*, Festschrift für Nobel, 2005, S. 587; *Strebel* (Anm. 14), S. 17f.; *Werlen*, Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechts, 1994, S. 227 ff.; *Trippel/Urbach*, in: Basler Kommentar BEHG/FINMAG (Anm. 12), Art. 161 Rdn. 4; vgl. aber auch *Lascombes/Sansonetti*, SJZ 1988, 221, 227f.: allenfalls zweitrangig geschützt; kritisch zur Tragfähigkeit der Chancengleichheit als Rechtsgut und zur Strafwürdigkeit der erfassten Verhaltensweisen überhaupt: *Stratenwerth/Jenny/Bommer* (Anm. 12), § 21 Rdn. 2; *Stratenwerth*, Festschrift für Vischer, 1983, S. 668 ff.

**105** Vgl. *Schröder*, in: *Achenbach/Ransiek* (Anm. 48), 10. Teil Rdn. 99; *Baendorff* (Anm. 24), S. 39ff.; *Diversy*, in: *Graff/Jäger/Wittig* (Anm. 48), WpHG § 38 Rdn. 2; *Wittig* (Anm. 48), § 30 Rdn. 7; vgl. auch BT-Drucks. 12/6679 S. 33; ablehnend *Hellmann/Beckemper* (Anm. 26), § 1 Rdn. 30; *Ziouvass*, Das neue Kapitalmarktsstrafrecht, Europäisierung und Legitimation, 2005, S. 150ff.; vgl. auch *Brandl*, in: *Temmel* (Anm. 7), § 48 b Rdn. 4: Funktionenschutz und Anlegerschutz.

**106** Vgl. *Caspari*, ZGR 1994, 530, 533; *Fürhoff*, Kapitalmarktrechtliche Ad hoc-Publizität zur Vermeidung von Insiderkriminalität, 2000, S. 100f.; *Fürsich*, Probleme des strafbaren Insider-

Gleiches gilt in allen drei Ländern für den Straftatbestand der Kursmanipulation. Auch hier soll es um die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes gehen, die gefährdet sei, wenn manipulatives Verhalten das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Finanzmärkte untergrabe; denn zögen sich die Anleger in der Folge aus dem Markt zurück, könne dies letztlich zu einem Marktversagen führen<sup>107</sup>. Auch in der Schweiz wird das geschützte Rechtsgut in der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als Institution gesehen. Konkret soll die unverfälschte Preisbildung als Bestandteil eines integren und effizienten Sekundärmarktes geschützt werden<sup>108</sup>. Nichts anderes ist gemeint, wenn gesagt wird, dass das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung geschützt werden soll<sup>109</sup>.

Bei näherem Hinsehen muss man allerdings konstatieren, dass ein über bloße Behauptungen<sup>110</sup> oder anekdotische Belege hinausgehender Nachweis für

---

handels nach Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, 2008, S. 8 f.; *Hild* (Anm. 26), S. 153; *Soesters*, Die Insiderhandelsverbote des Wertpapierhandelsgesetzes, 2002, S. 51 ff.; *Hopt*, ZGR 1991, 17, 25; vgl. auch *Otto*, Madrid-Symposium für Tiedemann (Anm. 96), S. 452 f.; *Kirchgässner*, Homo oeconomicus, 1991, S. 154 Fn. 35; abweichend *Papachristou* (Anm. 47), S. 145 ff.: geschützt sei der auf freien Wettbewerb angelegte Börsenpreisbildungsmechanismus; *Gehrmann*, Das versuchte Insiderdelikt, 2009, S. 96 ff.: Geschützt sei die Chancengleichheit auf dem Kapitalmarkt als Voraussetzung der Freiheit, den Kapitalmarkt als Anlageform so zu nutzen, dass eine rationale Anlagestrategie möglich ist; a. A. *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1875; *Ziouvass* (Anm. 105), S. 175 ff.: geschütztes Rechtsgut sei das Vermögen der Anleger; vgl. aber auch *Altendorfer* (Anm. 33), S. 83 f.; *Maile* (Anm. 91), S. 69 ff.; *Tripmaker*, wistra 2002, 288, 291: sowohl Funktionenschutz als auch Schutz der einzelnen Anleger.

**107** Vgl. *Arlt* (Anm. 4), S. 108 ff., 375 ff.; *Brammsen*, WM 2012, 2134, 2136 f.; *Eichelberger* (Anm. 47), S. 63 ff., 101 ff.; *Raabe* (Anm. 47), S. 124 f.; *Schönhöft* (Anm. 47), S. 11 ff.; *Tiedemann* (Anm. 48), Rdn. 354; *Trüstedt* (Anm. 48), S. 78 ff.; *Wittig* (Anm. 48), § 30 Rdn. 46; vgl. auch *Schröder*, in: *Achenbach/Ransiek* (Anm. 48), 10. Teil Rdn. 5: Vertrauen der Anleger in eine Institution, die für den überindividuellen Vermögensschutz wichtig ist, und Erhaltung von deren Funktion; vgl. aber auch *Brandl*, in: *Temmel* (Anm. 7), § 48a Rdn. 54: Funktionsschutz des Kapitalmarkts und Anlegerschutz; *Ziouvass* (Anm. 105), S. 92: Individualschutz jedenfalls mitintendiert; *Hellmann/Beckemper* (Anm. 26), § 1 Rdn. 67: geschützt sei allein das Vermögen der Anleger; vgl. auch *Gassmann*, wistra 2004, 41, 43.

**108** *Amstutz/Reinert*, in: Basler Kommentar (Anm. 11), Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 11; *Trippel/Urbach*, in: Basler Kommentar BEHG/FINMAG (Anm. 12), Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 2 f.; *Donatsch* (Anm. 16), S. 314; *Iffland*, in: *Hertig et al.* (Anm. 41), Art. 46 Rdn. 13; *Roth*, SZW 1991, 233, 235 f.; *Werlen* (Anm. 104), S. 218, 220; vgl. auch – bezogen auf das deutsche Recht – *Schönhöft* (Anm. 47), S. 12.

**109** *Trippel/Urbach*, in: Basler Kommentar BEHG/FINMAG (Anm. 12), Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 3; *Nobel* (Anm. 14), § 15 Rdn. 36; *Petropoulos* (Anm. 41), S. 15, 60; *Stratenwerth/Jenny/Bommer* (Anm. 12), § 21 Rdn. 29; *Werlen* (Anm. 104), S. 218 f.

**110** Vgl. z. B. *Baendorff* (Anm. 24), S. 39 ff., die allerdings das, was der Gesetzgeber wollte, mit der Realität verwechselt.

die drohende Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes nicht existiert<sup>111</sup>. Der bisher einzige ernsthafte Versuch, die These vom drohenden Rückzug der Anleger empirisch zu belegen, stammt von *André Hienzsch*, der hierzu auf eine Befragung von 2537 Kleinanlegern zurückgreift<sup>112</sup>. *Hienzsch* meint aus den Ergebnissen dieser Befragung ableiten zu können, dass das Vertrauen in den Kapitalmarkt durch Insidergeschäfte – gerade auch wegen der öffentlich diskutierten moralischen Ächtung – in Frage gestellt werde; und deshalb sei die gesetzgeberische Überlegung, dass es zu einem Anlegerrückzug kommen werde, als folgerichtig einzustufen<sup>113</sup>. Er weist allerdings selbst darauf hin, dass seinen Erkenntnissen nach ein wirksames Insiderhandelsverbot zwar ein gewichtiges Investitionsargument wäre, dass aber das derzeit geltende Verbot bisher wenig bewirkt hat<sup>114</sup>. Nach einer gemäß dieser Argumentation eigentlich zu erwartenden Reaktion des Anlegerpublikums sucht man allerdings vergeblich. Wie ich bereits an anderer Stelle ausgeführt habe, darf man darüber hinaus nicht außer Betracht lassen, dass es sich bei der fehlenden griffigen Insiderregelung „nur um ein Anlageargument handelt, dessen Gewicht durch andere Argumente – wie z. B. die Gewinnaussichten und die konkrete Risikosituation – relativiert und möglicherweise sogar aufgehoben wird“<sup>115</sup>.

Wenn zur Stützung der These vom drohenden Rückzug der Anleger auf die mehr oder weniger empörten Reaktionen der Öffentlichkeit bei Börsenskandalen verwiesen wird<sup>116</sup>, dann wird übersehen, dass das Anlegerpublikum in den letzten Jahrzehnten trotz immer wieder in den Medien behandelter Skandale nicht kleiner, sondern größer geworden ist. Dies spricht dafür, dass sich die Anleger nicht – jedenfalls nicht in Massen – von den Finanzmärkten abwenden, obwohl sie wissen, dass es Insiderfälle und Marktmanipulationen gibt<sup>117</sup>. Der Grund hierfür dürfte sein, dass es gerade dem Kleinanleger in der Regel nicht darum geht, sein Geld langfristig gesehen wirtschaftlich sinnvoll zu investieren, sondern da-

---

111 Kübler, AG 1977, 85, 90; *Seredynska*, Insider Dealing and Criminal Law, 2012, S. 10, 229.

112 Vgl. *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit, 2006, S. 163 ff.

113 *Hienzsch* (Anm. 112), S. 185; vgl. auch *Schröder* (Anm. 5), Rdn. 109.

114 *Hienzsch* (Anm. 112), S. 194.

115 *Wohlers/Kudlich*, ZStW 120 (2008), S. 580, 583; vgl. auch *Ziouvass* (Anm. 105), S. 166/167: Letztlich könne die These nicht oder nur schwer verifiziert werden, weil es für eine Abkehr vom Markt viele Gründe geben kann.

116 Vgl. z. B. *Eichelberger* (Anm. 47), S. 67.

117 *Seredynska* (Anm. 111), S. 54; vgl. auch *Grunewald*, ZBB 1990, 128, 130; *Kübler*, AG 1977, 85, 88; *Pfister*, ZGR 1981, 318, 338; *Schweizer*, Insiderverbote, Interessenkonflikte und Compliance, 1996, S. 46, 48 f.; *Stratenwerth*, Festschrift für Vischer, S. 669; *Worms*, Anlegerschutz durch Strafrecht, 1987, S. 260 f.

rum<sup>118</sup>, Gewinn zu machen – und dies zumeist mehr oder weniger kurzfristig. Wenn dem aber so ist, dann ist es für ihn vor allem wichtig, dass er die für die Einschätzung von Finanzinstrumenten relevanten Entwicklungen und Ereignisse vorhersehen und deshalb von der Entwicklung profitieren kann<sup>119</sup>. Somit ist weder das Vorhandensein von Insidern noch von Manipulationen das grundlegende Problem für den Anleger; sondern die Tatsache, dass er selbst kein Insider ist und dass er von den relevanten Entwicklungen und Ereignissen in der Regel nicht oder jedenfalls zu spät Kenntnis erlangt. Kleinanleger müssen sich – jedenfalls dann, wenn sie ihre Situation rational einschätzen – eingestehen, dass sie, auch wenn es keine Insider und keine vorsätzlichen Manipulationen gäbe, doch immer den professionellen Anlegern hinterherhinken werden. Dass die Kleinanleger dennoch im Markt bleiben, spricht dafür, dass sie nicht rational agieren, sondern entweder über keine valable Alternative zur Anlage auf dem Finanzmarkt verfügen oder sich in der Lage wähnen, mit den besser informierten Anlegern mithalten zu können.

Etwas anderes könnte für professionelle, insbesondere institutionelle Anleger gelten, die zwar nicht von der Zahl her, wohl aber wegen ihres Anlagevolumens für den Markt von besonderer Bedeutung sind. Immer wieder wird darauf verwiesen, dass gewisse institutionelle Anleger – insbesondere US-amerikanische Pensionsfonds – ihre Gelder nur in Märkten investieren dürfen, in denen eine Insiderregelung besteht. In der Tat kann sich dies für einen nationalen Finanzmarkt negativ auswirken, der im Vergleich zu anderen Märkten unterreguliert ist. Wenn wir uns aber nur einmal vorstellen, es würde weltweit kein einziger Finanzmarkt über eine Insiderregelung verfügen und die institutionellen Anleger müssten infolgedessen gänzlich auf Investitionen am Aktienmarkt verzichten, so erscheint dies – angesichts des Zwangs, hohe Renditen zu erwirtschaften – doch als höchst unreal.

Alles in allem betrachtet fehlt der These vom drohenden massenhaften Rückzug der Anleger eine wirklich valide empirische Basis, und sie sollte daher gänzlich ad acta gelegt werden. Ob und wie man die Straftatbestände des Insiderhandels und der Kurs- und Marktmanipulation vielleicht doch legitimieren kann, soll nachfolgend diskutiert werden. Zuvor möchte ich jedoch aufzeigen, dass im Kontext der Börsendelikte nicht nur die Überlegungen zum geschützten Rechtsgut an den realen Gegebenheiten der Finanzmärkte vorbeigehen, sondern dass die geltenden Rechtsnormen auch hinsichtlich der Strafbarkeitsvoraussetzungen auf irrationalen Annahmen aufbauen.

---

118 Vgl. aber auch *Schröder* (Anm. 5), Rdn. 109, 373, unter Verweis auf die zunehmende Bedeutung des Kapitalmarktes für die Altersvorsorge.

119 *Keynes*, *General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, S. 154f.

## V. Das Abstellen auf den „verständigen Anleger“

Nach Art. 1 Nr. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie muss es sich bei Insiderinformationen um Informationen handeln, die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs von Finanzinstrumenten „erheblich zu beeinflussen“<sup>120</sup>. In Art. 1 Abs. 2 der Durchführungsrichtlinie wird ebenso wie in § 48a Abs. 1 Ziff. 1 des österreichischen BörseG und in § 13 Abs. 1 des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes festgelegt, dass eine Eignung zur Kursbeeinflussung dann vorliegen soll, wenn ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

Beim Straftatbestand der Kurs- und Marktmanipulation des schweizerischen Rechts muss der Täter mit der Absicht handeln, den Kurs von in der Schweiz börslich gehandelten Effekten erheblich zu beeinflussen (Art. 40a BEHG). Nach deutschem Recht ist beim Informationstatbestand erforderlich, dass sich die fraglichen Angaben auf Umstände beziehen, die für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich sind (§ 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG)<sup>121</sup>. Die Konkretisierung, wann eine Eignung zur Einwirkung auf den Kurs gegeben ist, hat der Gesetzgeber an den Verordnungsgeber delegiert (§ 20a Abs. 5 WpHG)<sup>122</sup>, der seinerseits auf den Maßstab des vernünftigen Anlegers abstellt. Mit anderen Worten: Relevant sollen wieder die Umstände sein, die ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde (§ 2 Abs. 1 MaKonV)<sup>123</sup>.

Es ist bereits verschiedentlich zu Recht angemerkt worden, dass der Gesetzgeber mit der Maßfigur des verständigen Anlegers noch keinen Maßstab aufgestellt, sondern vielmehr den Rechtsanwender auf die Suche nach einem solchen geschickt hat<sup>124</sup>. In der Literatur wird der verständige Anleger dahingehend kon-

**120** Vgl. die Marktmissbrauchsrichtlinie, Erwägung 16 sowie auch schon Art. 1 Nr. 1 der Insiderrichtlinie: „geeignet wäre, den Kurs [...] beträchtlich zu beeinflussen“.

**121** Schröder, in: *Achenbach/Ransiek* (Anm. 48), 10. Teil Rdn. 25ff.; *Brammsen*, WM 2012, 2134, 2138; *Diversy*, in: *Graff/Jäger/Wittig* (Anm. 48), WpHG § 38 Rdn. 137ff.; *Hellmann/Beckemper* (Anm. 26), § 1 Rdn. 72; *Eichelberger* (Anm. 47), S. 258ff., 273ff.; *Sorgenfrei*, wistra 2002, 321, 323ff.; *Schönhöft* (Anm. 47), S. 67ff.

**122** *Maile* (Anm. 91), S. 114ff.

**123** Vgl. *Schröder* (Anm. 5), Rdn. 403ff.; *ders.*, in: *Achenbach/Ransiek* (Anm. 48), 10. Teil Rdn. 30; *Eichelberger* (Anm. 47), S. 265f.; *Vogel*, in: *Assmann/Schneider* (Anm. 24), § 20a Rdn. 75, 81f.; vgl. auch *Papachristou* (Anm. 47), S. 185f. (zu § 2 Abs. 2 der KuMaV).

**124** *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1878; *Kutzner*, WM 2005, 1401, 1401/1402; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Anm. 24), § 13 Rdn. 57.



ketisiert<sup>125</sup>, dass es sich um einen „börsenkundigen Anleger“<sup>126</sup> handeln soll. Einige Autoren definieren ihn als einen Marktteilnehmer, „der sich an den Kapitalmärkten auch konkret in dem Bereich engagiert, in dem das betroffene Finanzinstrument gehandelt wird“<sup>127</sup>. Andere Autoren befürworten demgegenüber einen eher generalisierenden Maßstab und wollen deshalb auf den „durchschnittlich verständigen Anleger“<sup>128</sup> bzw. den „verständigen Anleger mit durchschnittlichen Börsenkenntnissen“<sup>129</sup> abstellen, während wieder andere Autoren es ausreichen lassen wollen, dass der Anleger „zumindest über (Grund-)Kenntnisse des Finanz- und Börsenwesens verfügt und in der Lage ist, Informationen für eine Anlageentscheidung rational zu nutzen“<sup>130</sup>, wobei der so definierte verständige Anleger vom spekulativ handelnden Anleger abzugrenzen sei<sup>131</sup>. *Joachim Vogel* führt aus, es gehe um einen Anleger, der seiner Anlageentscheidung „nur Umstände zugrunde [legt], welche die wirtschaftlichen Chancen und Risiken des jeweiligen Finanzinstruments betreffen“<sup>132</sup>, und der „in diesem Sinne ein wirtschaftlich verständig (rational) Handelnder“ ist, kurz gefasst also ein „homo oeconomicus“<sup>133</sup>.

Entgegen einer insbesondere von *Karsten Altenhain*<sup>134</sup> erhobenen Forderung geht es der ganz vorherrschenden Auffassung aber nicht etwa darum, zu ermit-

---

**125** Kritisch dazu, dass die Bemühungen der Literatur zu keinen klaren Ergebnissen führen: *Park*, NSTZ 2007, 369, 373; *Wittig* (Anm. 48), § 30 Rdn. 27; vgl. auch *Schröder*, in: *Achenbach/Ransiek* (Anm. 48), 10. Teil Rdn. 147 ff.

**126** Vgl. *Schröder*, in: *Achenbach/Ransiek* (Anm. 48), 10. Teil Rdn. 146; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Anm. 24), § 13 Rdn. 58; *Koenig*, Das Verbot von Insiderhandel (Anm. 9), S. 174 f.

**127** *Schröder* (Anm. 5), Rdn. 182, 405; *Schröder*, in: *Achenbach/Ransiek* (Anm. 48), 10. Teil Rdn. 30; *Hellmann/Beckemper* (Anm. 26), § 1 Rdn. 40; vgl. auch OLG Düsseldorf StV 2004, 660: Sichtweise „eines verständigen und börsenkundigen, also mit den Gegebenheiten und Gesetzmäßigkeiten des Kapitalmarktes vertrauten Anlegers“.

**128** *Caspari*, ZGR 1994, 530, 540: „durchschnittlich verständigen Anlegers“; *Hopt*, ZGR 1991, 17, 32 mit Verweis auf den „reasonable man“-Test, bei dem darauf abgestellt wird, ob ein Durchschnittsanleger auf die Nachricht entsprechend reagieren würde“. Vgl. auch *Schönhöft* (Anm. 47), S. 80: Es muss sich um Angaben handeln, „die einem verständigen Durchschnittsanleger einen ausreichenden Anreiz dafür bieten würde, ein entsprechendes Wertpapiergeschäft vorzunehmen. Entscheidend ist, ob aus der Sicht eines ‚reasonable man‘ ein Marktengagement lohnenswert wäre beziehungsweise eine Aktion am Markt erforderlich werden könnte“.

**129** *Schönhöft* (Anm. 47), S. 70, 73 ff.

**130** *Brandl*, in: *Temmel* (Anm. 7), § 48 a Rdn. 45.

**131** OLG Stuttgart ZIP 2009, 962, 966; *Diversity*, in: *Graf/Jäger/Wittig* (Anm. 48), WpHG § 38 Rdn. 49.

**132** Vgl. insoweit auch *Brandl*, in: *Temmel* (Anm. 7), § 48 a Rdn. 45.

**133** *Vogel*, in: *Assmann/Schneider* (Anm. 24), § 20 a Rdn. 86; zustimmend *Hellmann/Beckemper* (Anm. 26), § 1 Rdn. 72 f.

**134** *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1878: als bewertungserheblich seien die Umstände einzustufen, die Anleger üblicherweise ihrer Investitionsentscheidung zugrunde legen, was empirisch zu



teln, welche Umstände Anleger ihren Entscheidungen tatsächlich zugrunde legen; nach h.M. handelt es sich vielmehr um einen normativen Maßstab<sup>135</sup>, der letztlich danach fragt, welche Umstände Anleger ihren Entscheidungen vernünftigerweise zugrunde legen *sollten*. Die Gleichsetzung des verständigen Anlegers mit dem rational agierenden homo oeconomicus wird zu einem Problem, weil – wie nun zu zeigen sein wird – reale Anleger ihre Entscheidungen eben *nicht* aufgrund rationaler Überlegungen treffen<sup>136</sup>, womit sich die Maßfigur des vernünftigen Anlegers als „ein realitätsfernes Konstrukt“<sup>137</sup> bzw. als „eine Scheinobjektivierung mittels einer Kunstfigur“<sup>138</sup> erweist.

Dass im geltenden Kapitalmarktstrafrecht der deutschsprachigen Länder – in Übereinstimmung mit den (jedenfalls für Deutschland und Österreich auch verbindlichen) Vorgaben aus Brüssel – von der Maßfigur des verständigen Anlegers ausgegangen wird, lässt sich damit erklären, dass man sich am Modell des homo oeconomicus<sup>139</sup> bzw. an der Rational-Choice-Theorie<sup>140</sup> orientiert hat, also an dem Ansatz, der sich in der neoklassischen Wirtschaftswissenschaft als das zentrale heuristische Modell für die Analyse von Entscheidungsprozessen etabliert hat<sup>141</sup>.

Die Problematik besteht nun darin, dass – wie zunehmend deutlich geworden ist – das Modell des homo oeconomicus die Realität nicht zutreffend

---

ermitteln sei; vgl. auch *Hellmann/Beckemper* (Anm. 26), § 1 Rdn. 41: Information, „auf die Anleger erfahrungsgemäß durch Kauf oder Verkauf des betreffenden Wertpapiers reagieren würden“; vgl. auch *Papachristou* (Anm. 47), S. 187 ff.

**135** So ausdrücklich *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Anm. 24), § 13 Rdn. 57; vgl. auch – zum österreichischen Recht – *Schuhmacher*, ÖBA 2005, 533, 538 und 542.

**136** *Hild* (Anm. 26), S. 158; *Soesters* (Anm. 106), S. 145 f.; vgl. auch – bezogen auf den Straftatbestand der Börsen- und Marktpreismanipulation – *Papachristou* (Anm. 47), S. 179 ff.; *Sorgenfrei*, *wistra* 2002, 321, 323 ff.

**137** *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1878; vgl. auch *Maile* (Anm. 91), S. 128 ff.; vgl. aber auch – relativierend – *Vogel*, in: *Assmann/Schneider* (Anm. 24), § 20 a Rdn. 85.

**138** *Sorgenfrei*, in: *Park* (Anm. 1), §§ 20 a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 85.

**139** Zum Modell des homo oeconomicus als rational und eigennützig handelnder Nutzenmaximierer vgl. *Janson* (Anm. 100), S. 26 ff.

**140** Menschen handeln rational und sind darauf aus, ihre stabilen Präferenzen so umzusetzen, dass sie ihre Nutzen möglichst maximieren; vgl. *van Aaken* (Anm. 96), S. 73 ff.; *Englerth*, in: *Engel et al.* (Anm. 99), S. 63; *Klöhn*, *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, 2006, S. 84 ff.; *Lüdemann*, in: *Engel et al.* (Anm. 99), S. 12 ff.; *Magen*, in: *Engel et al.* (Anm. 99), S. 267 ff.; *Schönwälder* (Anm. 48), S. 231 ff.; *Wittig*, *MSchrKrim* 1993, 328, 331 ff.

**141** *Eidenmüller*, *Effizienz als Rechtsprinzip*, 2. Aufl. 1998, S. 30 ff.; *Kirchgässner* (Anm. 106), S. 12 ff.; *Mansdörfer*, *Zur Theorie des Wirtschaftsstrafrechts*, 2011, Rdn. 32; *Mathis*, *Effizienz statt Gerechtigkeit?*, 2. Aufl. 2006, S. 20 ff.; *Wittig*, *Der rationale Verbrecher*, 1993, S. 60 ff.; dazu, dass das Modell als solches auch weiterhin sinnvoll bleibt, vgl. *van Aaken* (Anm. 96), S. 105; *Janson* (Anm. 100), S. 45 ff., 53 f.

abbildet<sup>142</sup>. Reale Menschen – und damit eben auch reale Anleger<sup>143</sup> – sind allenfalls bedingt rational handelnde Wesen<sup>144</sup>. Dass das so ist, sollte gerade für Strafrechtswissenschaftler keine große Überraschung sein. Bemerkenswerterweise soll aber gerade für den Bereich des Wirtschaftsstrafrechts bzw. die Gruppe der Wirtschaftsstraftäter doch etwas anderes gelten. An der Fiktion, dass der Wirtschaftsstraftäter grundsätzlich dem Typus des homo oeconomicus entsprechen soll<sup>145</sup>, wird jedenfalls gerade für das Kapitalmarktstrafrecht festgehalten<sup>146</sup>. Der Kürze halber beschränke ich mich wiederum auf ein Zitat von *Joachim Vogel*, der in seinem Beitrag zur Festschrift für Günther Jakobs ausgeführt hat, dass „Wirtschaftsstraftäter im Allgemeinen und Kapitalmarktakteure im Besonderen weitestgehend dem Modell des zweckrationalen Subjektes [...] entsprechen dürfen“<sup>147</sup>.

Tatsächlich wird man diesen Standpunkt aber nur dann aufrechterhalten können, wenn man bereit ist, die Modellannahmen der neoklassischen Kapitalmarkttheorie nicht als Fiktion, sondern als Realität zu postulieren und gleichzeitig konsequent zu ignorieren, dass die Erkenntnisse zum wirklichen Verhalten realer Anleger in eine gänzlich andere Richtung weisen<sup>148</sup>. Dass der Mensch allenfalls eingeschränkt rational agiert, gilt nämlich nicht nur für Gewalt- und Sexualstraftäter, sondern, wie spätestens die Blasenbildungen im Zusammenhang mit dem Neuen Markt<sup>149</sup> und auch die Finanzkrise 2008<sup>150</sup> in aller Deutlichkeit gezeigt haben, auch für den Menschen in seiner Rolle als Anleger. Reale Anleger werden in ihren Entscheidungen durch eine Reihe sogenannter *biases*

**142** Eidenmüller, JZ 2005, 216, 218 ff.; Tiedemann, Wirtschaftsstrafrecht, Allgemeiner Teil, 3. Aufl. 2010, Rdn. 32.

**143** Vgl. auch Kahnemann, Thinking, fast and slow, 2011, S. 269, 411 ff.

**144** Zum Konzept der bounded rationality vgl. grundlegend Simon, Quarterly Journal of Economics 69 (1955); ders., Models of Bounded Rationality, 1997; vgl. auch die Darstellung bei Klöhn (Anm. 140), S. 91 f. und Wittig (Anm. 141), S. 140 ff.; dazu, dass diese Erkenntnis als solche das Modell des homo oeconomicus nicht in Frage stellt, vgl. Kirchgässner (Anm. 106), S. 31 f.

**145** Vgl. Mansdörfer (Anm. 141), Rdn. 37 ff.

**146** Sehr dezidiert Hellgardt, ZIP 2005, 2000, 2004, wo die Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte als „im Grundsatz unbestritten“ bezeichnet wird; zu weiteren Nachweisen vgl. Schönwälder (Anm. 48), S. 247 f.

**147** Vogel, Festschrift für Jakobs, S. 745; zum REMM-Modell vgl. auch van Aaken (Anm. 96), S. 79.

**148** Kritisch hierzu auch bereits Schönwälder (Anm. 48), S. 248 ff.

**149** So auch bereits Sorgenfrei, in: Park (Anm. 1), §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 WpHG Rdn. 85; Abreu/Brunnermeier, Econometrica 71 (2003), S. 173 ff.; Allen/Morris/Song Shin The Review of Financial Studies 2006, 719 ff.

**150** Vgl. Wetzel, in: Honegger/Neckel/Maguin (Hrsg.), Strukturierte Verantwortungslosigkeit, 2010, S. 293 ff.

beeinflusst<sup>151</sup>, für die *John Maynard Keynes* bereits vor mehr als 75 Jahren den treffenden Begriff der „*animal spirits*“ geprägt hat<sup>152</sup>. In den letzten Jahrzehnten konnte nun deren ubiquitäre Verbreitung durch die unter dem Label Behavioral Economics bzw. Behavioral Finance forschenden Wirtschaftswissenschaftler und Kognitionspsychologen auch empirisch belegt werden<sup>153</sup>.

Diese systematisch auftretenden Phänomene betreffen sowohl die Phase der Vorbereitung der Anlageentscheidung als auch diese selbst: Für seine Entscheidung muss der Anleger zunächst einmal die Flut von potenziell relevanten Informationen durch eine Reihe von Schematisierungen und Daumenregeln bzw. Bauchentscheidungen bändigen<sup>154</sup>. Hierbei überschätzt er regelmäßig seine Fähigkeiten zur unverzerrten Aufnahme und Verarbeitung von Informationen<sup>155</sup>, die in Wahrheit ganz wesentlich durch unterbewusst wirkende Referenz- und Ankerpunkte<sup>156</sup> sowie durch die Art und Weise beeinflusst wird, in der Informationen präsentiert werden (framing)<sup>157</sup>. Zudem ist der Anleger grundsätzlich überoptimistisch<sup>158</sup> und überschätzt seine Fähigkeit zur Prognose der Kursentwicklung<sup>159</sup>, ein Phänomen, das – jedenfalls soweit es um nicht professionelle Kleinanleger

---

**151** Englerth, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 63ff.; Herbold (Anm. 52), S. 52ff.; Klöhn (Anm. 140), S. 94ff.; Lüdemann, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 20 ff. und insb. S. 26f.; Shiller, *Irrational Exuberance*, 2. Aufl. 2005, S. 157 ff.; Schönwälder (Anm. 48), S. 243ff.; Wittig (Anm. 141), S. 147ff., 165ff.; vgl. auch Kirchgässner (Anm. 106), S. 144ff.

**152** Keynes (Anm. 119), S. 162; dazu, dass diese Erkenntnis Keynes in der späteren Rezeption seines Werkes weitgehend ausgespart worden ist, vgl. Daxhammer/Facsar, *Behavioral Finance*, 2012, S. 18.

**153** Gute Darstellung der einschlägigen Forschung bei van Aaken (Anm. 96), S. 82ff.; Englerth, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 66ff.; vgl. auch Klöhn (Anm. 140), S. 90ff.; Schönwälder (Anm. 48), S. 240ff.; Wittig (Anm. 141), S. 139ff., 162ff.; tendenziell skeptisch zur Durchschlagskraft dieser Forschung als Einwand gegen das Modell des homo oeconomicus: Mansdörfer (Anm. 141), Rdn. 35f.

**154** Kahnemann (Anm. 143), S. 97ff.; Englerth, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 90ff.; Frank, *Microeconomics and Behavior*, 8. Aufl. 2010, S. 247ff.; Herbold (Anm. 52), S. 54ff.

**155** Van Aaken (Anm. 96), S. 100ff.; dies., in: Engel et al. (Anm. 99), S. 196f.; Janson (Anm. 100), S. 44; Klöhn (Anm. 140), S. 108; Daxhammer/Facsar (Anm. 152), S. 156f., 186ff., 226ff.

**156** Van Aaken (Anm. 96), S. 88ff., 101; dies., in: Engel et al. (Anm. 99), S. 195ff.; Englerth, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 82f., 94f.; Herbold (Anm. 52), S. 58f.; vgl. auch Daxhammer/Facsar (Anm. 152), S. 199ff.; Frank (Anm. 154), S. 250f.

**157** Vgl. van Aaken (Anm. 96), S. 88ff.; dies., in: Engel et al. (Anm. 99), S. 193ff.; Daxhammer/Facsar (Anm. 152), S. 189ff.; vgl. auch Englerth, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 81ff.; Janson (Anm. 100), S. 43f.; Klöhn (Anm. 140), S. 95ff.

**158** Zur overconfidence in eigene Entschlüsse vgl. Shiller (Anm. 151), S. 152ff.; Englerth, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 95f.; Klöhn (Anm. 140), S. 116ff.

**159** Shiller (Anm. 151), S. 152ff.; Daxhammer/Facsar (Anm. 152), S. 206, 214ff., 229; vgl. auch Taleb, *Der Schwarze Schwan*, 2007, S. 61ff.

geht – bei Männern sehr viel deutlicher auftritt als bei Frauen<sup>160</sup>. Schließlich hält der Anleger sogar dann an einmal getroffenen Entscheidungen fest, wenn er diese als Fehlentscheidungen erkannt hat, wenn ihm dies zur Stützung seines eigenen Egos oder zur Aufrechterhaltung seines Bildes Dritten gegenüber als notwendig erscheint (commitment bias)<sup>161</sup>.

Die Anlageentscheidungen selbst werden ganz wesentlich durch sogenanntes Herdenverhalten<sup>162</sup> und durch Medienberichte geprägt, die Tendenzen schaffen oder verstärken, ohne dass dies den fundamentalen Wirtschaftsdaten entsprechen muss<sup>163</sup>. Als derzeit neueste Entwicklung hat die als Emotional Finance bezeichnete Neuroökonomie aufgezeigt, dass die bei Anlageentscheidungen wirkenden Emotionen eine wesentliche Rolle im Hinblick auf Blasenbildungen spielen, wie z.B. die Suche nach sogenannten „Phantastischen Objekten“<sup>164</sup> oder der Glaube daran, am Anfang eines neuen Zeitalters zu stehen, in dem die bisher gültigen Marktgesetze keine Geltung mehr haben (new era thinking)<sup>165</sup>.

Um einen naheliegenden Einwand vorwegzunehmen, muss festgehalten werden, dass das eben Gesagte nicht nur für Laien-Anleger gilt, sondern auch für Finanzmarktpromis<sup>166</sup>. Zum Beleg sei daran erinnert, dass Mitte Oktober 1929 und damit unmittelbar vor dem großen Börsencrash der dannzumal wohl anerkannteste US-amerikanische Wirtschaftswissenschaftler, *Irving Fisher*, die Auffassung vertrat, dass die Börsenkurse „allem Anschein nach ein dauerhaft hohes Plateau“ erreicht hätten<sup>167</sup>. Ebenso kann man auch darauf verweisen, dass die Entwick-

---

**160** Vgl. *Barber/Odean*, *The Quarterly Journal of Economics*, S. 261, 289; *Byrnes/Miller/Schaffer*, *Psychological Bulletin* 125 (1999), S. 367, 377; *Charness/Gneezy*, *Journal of Economic Behavior & Organisation* 83 (2012), S. 50, 52f.; *Harris/Jenkins*, *Judgment and Decision Making*, Vol. 1 (2006), S. 48, 57ff.; *Olsen/Cox*, *The Journal of Psychology and Financial Markets* 2001, 29, 33f.; vgl. auch *Schubert* *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik* 42 (1997), S. 241, 258; *Soliva/Hofmann* (Hrsg.), *Risikowahrnehmung privater Anleger aus Berateroptik*, 2010, S. 24ff. m. w. N.

**161** *Klöhn* (Anm. 140), S. 100ff.; *Staw*, *Organizational Behavior and Human Performance* 16 (1976), S. 27ff.; *Staw/Ross*, in: *Cummings/Staw* (Hrsg.), *Research in Organizational Behavior*, 1987, S. 55ff.; *Staw*, in: *Shapira* (Hrsg.), *Organizational decision making*, 1997, S. 198ff.; vgl. auch *Brockner/Rubin*, *Entrapment in Escalating Conflicts*, 1985, S. 101ff.

**162** Vgl. *Shiller* (Anm. 151), S. 157ff.; *Daxhammer/Facsar* (Anm. 152), S. 98ff., 188, 192ff., 317f.; *Schönwälder* (Anm. 48), S. 244 Fn. 811; *Klöhn* (Anm. 140), S. 123ff.

**163** *Shiller* (Anm. 151), S. 147ff.; *Daxhammer/Facsar* (Anm. 152), S. 97; allgemein zur narrativen Verzerrung: *Taleb* (Anm. 159), S. 87ff.

**164** Vgl. *Daxhammer/Facsar* (Anm. 152), S. 314ff., insbesondere S. 318ff.

**165** *Shiller* (Anm. 151), S. 106ff.

**166** *Kahnemann* (Anm. 143), S. 218ff.; *Klöhn* (Anm. 140), S. 133f., 146; *Taleb* (Anm. 159), S. 183ff.

**167** Vgl. *New York Times* vom 16. 10. 1929.

lung, die zu der im Jahre 2008 ausgebrochenen Finanzkrise geführt hat – und die wir heute in der Rückschau als nicht mehr rational nachvollziehbar einstufen müssen – ja nicht an den Finanzmarktpromis vorbei ablief, sondern von diesen orchestriert und getragen wurde.

Wenn das (Straf-)Recht diese – um es noch einmal zu wiederholen: empirisch abgesicherten – Befunde ignoriert und kontrafaktisch an den Modellvorgaben des Rational-Choice-Ansatzes festhält, also daran, Anleger als Inkarnation des homo oeconomicus zu betrachten, dann wird ein in der Ökonomie als Modell – konkret als Instrument zur Analyse und Prognose menschlichen Verhaltens – entwickelter Ansatz in unzulässiger Weise mit der Realität gleichgesetzt<sup>168</sup>. Damit degeneriert die Markteffizienztheorie von einer Theorie zu einem Dogma<sup>169</sup>, was allenfalls doktrinären Vertretern eines tradierten Law & Economics-Ansatzes angemessen erscheinen kann<sup>170</sup>.

Demgegenüber bleibt aus meiner Sicht festzuhalten: Nach allem, was wir wissen, ist der reale Mensch – und damit auch der reale Anleger – kein homo oeconomicus, sondern ein Wesen, dessen Reaktionen ganz wesentlich durch

---

**168** Zwar ist es in Wissenschaften unumgänglich, mit Modellen zu arbeiten, weil nur so die Komplexität der Realität handhabbar gemacht werden kann. Dies ändert aber nichts daran, dass man dann die Modellvorstellung nicht mit der Realität gleichsetzen darf. Ein Modell ist nur dann und nur so lange wertvoll, wie es seine Aufgabe erfüllt. Und diese besteht bei ökonomischen Modellen darin, menschliches Verhalten erklären und Einsichten in Verhaltensregelmäßigkeiten gewinnen zu können, wobei dann auf dieser Grundlage Prognosen über zukünftiges Verhalten möglich werden (vgl. Lüdemann, in: Engel et al. [Anm. 99], S. 16f.). Und genau diese Funktion wird im Hinblick auf das ökonomische Standardmodell durch die Behavioral Economics und Behavioral Finance Forschung durchschlagend in Frage gestellt. Auch wenn derzeit noch nicht erkennbar ist, ob und, wenn ja, welche neue Theorie an die Stelle der bisherigen ökonomischen Standardtheorie treten wird (zum Stellenwert von Behavioral Law and Economics vgl. Englerth, in: Engel et al. [Anm. 99], S. 98ff.; sehr kritisch Posner, Stanford Law Review 50 [1998], S. 1551, 1558 ff.; Behavioral Economics sei nicht mehr als eine letztlich unbedeutende Fußnote zum Standardansatz der ökonomischen Analyse des Rechts), bleibt es dennoch dabei, dass die ökonomische Standardtheorie ihre für das Recht allein relevante Funktion der Prognose menschlichen Verhaltens nicht so zu erfüllen vermag, wie man dies bisher angenommen hatte; dies wiederum bedeutet, dass rechtliche Regelungen, die sich auf diese Theorie stützen, Gefahr laufen, in gleicher Weise den Anschluss an die soziale Realität zu verlieren.

**169** Vgl. Schönwälder (Anm. 48), S. 247.

**170** Vgl. insbesondere Becker, Ökonomische Erklärung menschlichen Verhaltens, 1982, S. 39ff. sowie Posner, Economic Analysis of Law, 8. Aufl. 2011, insbesondere Kapitel 7, die in der Strafe dann letztlich auch nichts anderes als den Preis der Tat sehen, vgl. Englerth, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 61; zur Kritik an diesen Lehren vgl. Janson (Anm. 100), S. 98ff.; Mathis (Anm. 141), S. 147ff.; Wittig (Anm. 141), S. 128ff.; vgl. auch dies., MSchrKrim 1993, 328, 331: „Der ökonomische Ansatz zur Erklärung kriminellen Verhaltens ist nichts anderes als die Anwendung des Rational-Choice-Ansatzes auf einen Teilbereich menschlichen Verhaltens“.

emotionale und intuitive Gegebenheiten gesteuert werden<sup>171</sup>. Wenn das Recht den Anspruch erheben will, sich bei seinen Bewertungen an der gesellschaftlichen Realität zu orientieren, dann geht kein Weg daran vorbei, die Erkenntnisse der Behavioral Finance zur Kenntnis zu nehmen und bei der Ausgestaltung rechtlicher Regelungen zu berücksichtigen<sup>172</sup>.

Doch was bedeutet das nun konkret? Kann oder muss man die Maßfigur des verständigen Anlegers durch eine kognitionspsychologisch aufgerüstete Modellvorstellung ersetzen? Tritt an die Stelle des rational agierenden, verständigen Anlegers der kognitionspsychologisch durchleuchtete, bedingt rational agierende Anleger? Gegen das Abstellen auf ein Modell der Quasi-Rationalität<sup>173</sup> spricht, dass die Erkenntnisse der Behavioral Economics und der Behavioral Finance zwar ausreichen, um den Realitätsgehalt der neoklassischen Standardtheorie als Abbild der Realität durchgreifend in Frage zu stellen. Behavioral Finance ist aber weder eine in sich geschlossene Theorie noch ein in sich geschlossenes Modell<sup>174</sup>. Wenn sich sogar die Vertreter der Behavioral Economics noch außerstande sehen zu sagen, wie die verschiedenen *biases* neben- und durcheinander wirken, fehlt es schon an einer handhabbaren Grundlage für die Anwendung auf den konkreten Einzelfall – und ebendarum geht es im Strafrecht nun einmal<sup>175</sup>.

Das ernüchternde Fazit aus alledem ist: Die geltenden Strafnormen gehen an den Realitäten des Finanzmarktes vorbei. Dass Strafnormen, die auf die in der Realität nicht vorhandene Maßfigur des rationalen Anlegers ausgerichtet sind, deshalb in der Anwendung Probleme verursachen, sollte uns nicht überraschen<sup>176</sup>. Dass diese Normen keinen großen Anwendungsbereich haben, ist kein Mangel; viel schlimmer wäre es, wenn sie zu einer Flut von Verurteilungen führen würden. Angesichts dieses Befunds stellt sich dann aber endgültig und unabweisbar die Frage, ob wir uns mit dem Ist-Zustand abzufinden haben oder ob es

---

171 Wittig, MSchrKrim 1993, 328, 334, hat bereits vor zwanzig Jahren vollkommen zutreffend darauf hingewiesen, dass die kognitionspsychologische Richtung in der Wirtschaftswissenschaft „zumindest soweit es um die deskriptive Erklärung des Entscheidungsverhaltens geht, den Rational-Choice-Ansatz weitgehend verdrängt“ hat; vgl. auch *dies.* (Anm. 141), S. 178, mit dem Hinweis darauf, dass die Annahmen der Standardtheorie „kaum noch haltbar“ seien.

172 So auch Schönwälder (Anm. 48), S. 251; vgl. auch bereits van Aaken (Anm. 96), S. 85 ff.; Herbold (Anm. 52), S. 64 f.

173 Zum Modell der Quasi-Rationalität, vgl. Englerth, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 101 ff.

174 Vgl. Daxhammer/Facsar (Anm. 152), S. 299 ff.

175 Zu den eher problematischen Vorstellungen der Behavioral Law and Economics-Vertreter zum Strafrecht vgl. z.B. Englerth, in: Engel et al. (Anm. 99), S. 108 f.; van Aaken (Anm. 96), S. 95 bei Fn. 386 sowie S. 100.

176 Vgl. auch Schönwälder (Anm. 48), S. 349.

wenigstens de lege ferenda Hoffnung auf ein anderes und sinnvollerer Kapitalmarktstrafrecht gibt.

## VI. Konsequenzen de lege ferenda

### 1. Der Insiderstraftatbestand

Wenn man, wie oben gezeigt<sup>177</sup>, die Pönalisierung des Insiderhandels nicht mit einer sonst drohenden Funktionsunfähigkeit des Finanzmarktes als Folge des massenweisen Rückzugs von Anlegern begründen kann, dann bleibt zunächst die Frage zu klären, ob es alternative Begründungen geben kann. Damit sind wir zurück bei der seit Langem umstrittenen Frage, was mit dem Insidertatbestand eigentlich geschützt werden soll.

Als erledigt wird man wohl die – insbesondere in der Schweiz vor und bei Einführung der Insiderstrafbarkeit in Anlehnung an damals noch aktuelle US-amerikanische Vorbilder<sup>178</sup> vertretene – Vorstellung einstufen können, die Strafwürdigkeit des Insiderhandels ergebe sich (zumindest auch) aus der Erwägung, dass der Insider eine ihm gegenüber seinem Unternehmen obliegende Treuepflicht verletze<sup>179</sup>. Für das heute geltende Insider(straf)recht hat dieser Begründungsansatz keine Bedeutung mehr, weil mit ihm nur die Erfassung von Unternehmensinsidern sowie bestimmten Beauftragten legitimiert werden kann<sup>180</sup>. Dies ist nun aber mit der im Zuge der jüngsten Reform auch in der Schweiz erfolgten Ausgestaltung der Insiderstrafnorm als Allgemeindelikt nicht mehr zu

---

<sup>177</sup> Vgl. oben IV.

<sup>178</sup> Vgl. *Iffland*, in: *Héritier Lachat/Hirsch* (Hrsg.), *De Lege Ferenda: réflexions sur le droit désirable en l'honneur du professeur Alain Hirsch*, 2004, S. 314 ff.

<sup>179</sup> Vgl. BGE 118 Ib 448, 456 f.; *Peter*, in: *Basler Kommentar* (Anm. 11), Art. 161 Rdn. 11; *Donatsch* (Anm. 16), S. 304; *Hurtado Pozo*, *Madrid-Symposium für Tiedemann* (Anm. 96), S. 413 f.; *Leuenberger* (Anm. 9), S. 246 ff.; *Peter* (Anm. 12), S. 10 ff.; vgl. auch *Lascoumes/Sansonetti*, SJZ 1988, 221, 225 und 227: Die Treuepflicht sei das eigentlich geschützte Rechtsgut; vgl. andererseits aber auch *Forstmoser*, *Das neue schweizerische Insider-Recht* (Anm.10), S. 13; *ders.*, SAG 49 (1977), S. 14, 15 f., mit dem Hinweis darauf, dass dies nur für die unternehmensinternen Insider gelten könne; generell kritisch zu diesem Rechtsgut: *Koenig*, *Das Verbot von Insiderhandel* (Anm. 9), S. 44, 91 ff.; *Soesters* (Anm. 106), S. 43 ff.; *Stratenwerth*, *Festschrift für Vischer*, S. 669; *Stratenwerth/Jenny/Bommer* (Anm. 12), § 21 Rdn. 2; *Werlen* (Anm. 104), S. 229 f.; zur Rechtslage de lege ferenda vgl. auch *Peter*, *Festschrift für Nobel*, S. 587 ff.

<sup>180</sup> Vgl. *Baendorff* (Anm. 24), S. 26; *Green*, *Lying, Cheating, and Stealing. A Moral Theory of White-Collar Crime*, 2006, S. 237 f.



vereinbaren<sup>181</sup>. Hinzu kommt, dass der Schutz von Unternehmensinteressen bereits durch andere Straftatbestände abgedeckt ist<sup>182</sup>, weshalb sich die Frage aufdrängt, ob ein strafrechtliches Insiderverbot unter Zugrundelegung dieses Ansatzes überhaupt erforderlich wäre.

Die insbesondere in Deutschland von einigen Autoren vertretene Auffassung, dass es bei den Börsendelikten darum gehe, das Vermögen der Anleger zu schützen<sup>183</sup>, ist in dieser reinen Form in der Schweiz soweit ersichtlich nie vertreten worden. Auch in der Schweiz wird aber argumentiert, dass die Börsendelikte jedenfalls *auch* dem Anlegerschutz dienen sollen<sup>184</sup>. Versteht man Anlegerschutz als Vermögensschutz, ergibt sich zunächst einmal das Problem, dass es den wahren Wert einer Aktie nicht gibt bzw. dieser nicht beweiskräftig bestimmt werden kann<sup>185</sup>. Es fehlt demnach schon die Basis dafür, Vermögensschutz im klassischen Sinne betreiben zu wollen. Hinzu kommt, dass die Marktteilnehmer mutmaßlich auch dann – und zu den genau gleichen Konditionen! – gehandelt hätten, wenn der Insider nicht gehandelt hätte<sup>186</sup>. Vor diesem Hintergrund ist es wenig überzeugend, das Vorliegen eines strafrechtlich relevanten Schadens beim Insiderhandel davon abhängig zu machen, ob auf der anderen Seite ebenfalls ein Unwissender oder aber ein wissender Insider agiert<sup>187</sup>. Und schließlich darf man

---

**181** Bedeutung hat dieser Gesichtspunkt allenfalls noch dann, wenn man – wie im geltenden schweizerischen Recht – zwischen Primärinsider und Sekundärinsider differenziert, vgl. hierzu *Leu*, AJP 2013, 261, 262; *Wohlers*, GesKR 2013, 345, 350 Fn. 55 sowie – kritisch – *Lüthy/Schären*, AJP 2012, 499, 500f.

**182** *Baedorff* (Anm. 24), S. 24f.; *Otto*, Madrid-Symposium für Tiedemann (Anm. 96), S. 450f.; *Stratenwerth*, Festschrift für Vischer, S. 669; vgl. auch *Grunewald*, ZBB 1990, 128, 129f.

**183** Vgl. z.B. *Hellmann/Beckemper* (Anm. 26), § 1 Rdn. 30; *Park*, NSTZ 2007, 369, 370; *Ziouvas* (Anm. 105), S. 175ff.

**184** Vgl. *Donatsch* (Anm. 16), S. 314; *Stratenwerth/Jenny/Bommer* (Anm. 12), § 21 Rdn. 29; vgl. auch *Corboz*, Les infractions en droit suisse, Volume I, 3. Aufl. 2010, Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 1; *Schmid/Baur*, in: *Vogt/Watter* (Hrsg.), Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, 1999, Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 1: geschützt sei – zumindest mittelbar – auch das Vermögen der Anleger; kritisch hierzu *Amstutz/Reinert*, in: *Basler Kommentar* (Anm. 11), Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 11ff.; *Iffland*, in: *Hertig et al.* (Anm. 41), Art. 46 Rdn. 15; *Petropoulos* (Anm. 41), S. 15.

**185** *Leipold*, in: *Kempff/Lüderssen/Volk* (Anm. 2), S. 331f.; vgl. aber auch *Ziouvas* (Anm. 105), S. 159ff.: Der Börsenkurs sei die Wertuntergrenze einer Aktie (a.a.O., S. 160), und er sei „bei einem hinreichend liquiden Wertpapier und unter der Voraussetzung, dass die Kapitalanleger vollständig und zutreffend informiert sind, ein zuverlässiger Indikator für den Wert einer Aktie bzw. eines Unternehmens“ (a.a.O., S. 161).

**186** Vgl. *Manne*, in: *Bainbridge* (Hrsg.), *Insider Trading*, 2011, S. 420; *Bainbridge*, in: *Bainbridge*, a.a.O., S. 713f.

**187** Vgl. *Bainbridge*, in: *Bainbridge* (Anm. 186), S. 713; die Zurechenbarkeit von Schädigungen ablehnend: *Baedorff* (Anm. 24), S. 33ff.; *Gehrmann* (Anm. 106), S. 63ff.; *Grunewald*, ZBB 1990, 128, 129; *Soesters* (Anm. 106), S. 47ff.; das Vorliegen eines Schadens gänzlich verneinend: *Hild*



nicht ignorieren, dass die Straftatbestände des geltenden Rechts – jedenfalls in Österreich und in Deutschland – überhaupt nicht voraussetzen, dass der Täter einen Vermögensschaden bewirkt, und insofern die Grenzen einer legitimen Vorverlagerung des strafrechtlichen Vermögensschutzes deutlich überschreiten dürften<sup>188</sup>. Letztlich geht es nach alledem nicht um Vermögensschutz im klassischen Sinne, sondern um die als illegitim eingestufte Akkumulation von Vermögenswerten beim Insider. Damit haben wir es im Kern mit nichts anderem als mit der Frage zu tun, ob die Unmoralität des Handelns des Insiders die Strafwürdigkeit des Insiderhandels zu begründen vermag<sup>189</sup>.

Bevor wir uns dieser Problematik zuwenden, ist zunächst noch kurz darauf einzugehen, dass in der neueren Literatur der Topos der Funktionstüchtigkeit der Finanzmärkte nicht mehr nur im Hinblick auf den oben zurückgewiesenen Gesichtspunkt der drohenden Funktionsunfähigkeit infolge eines Anlegerrückzugs thematisiert wird. Vielmehr wird – kumulativ oder alternativ – darauf verwiesen, dass das Insiderverbot die Liquidität des (Finanz-)Marktes schützen solle. Die Argumentation geht dahin, dass bei Fehlen einer griffigen Insiderstrafnorm die Transaktionskosten – jedenfalls die der institutionellen Anleger – steigen<sup>190</sup>. Dass die Verfasser der in Bezug genommenen Untersuchungen<sup>191</sup> die Aussagekraft ihrer Erkenntnisse deutlich zurückhaltender einstufen als die Juristen, die sich auf diese Untersuchungen beziehen, sei hier nur nebenbei erwähnt. Die eigentliche Frage ist vielmehr, warum die Verursachung zusätzlicher Transaktionskosten dann ein strafwürdiges Verhalten sein soll, wenn es um Finanzmärkte geht, während das gleiche Verhalten bezogen auf andere Märkte stets als strafrechtlich irrelevant eingestuft wird<sup>192</sup>.

Bezogen auf die Insiderstrafnorm bleibt nach alledem tatsächlich allein der Gesichtspunkt der Unfairness bestehen. Die Frage ist nun aber: Kann eine Strafnorm allein mit dem Verweis auf die Unfairness des erfassten Verhaltens legitimiert werden? Und konkret bezogen auf die Insiderstrafnorm: Ist die Gewährleistung von Chancengleichheit um ihrer selbst willen ein strafschutzwürdiges

---

(Anm. 26), S. 153; a.A. insoweit Baedorff (Anm. 24), S. 31ff.; Ziouvas (Anm. 105), S. 185ff.; vgl. auch Otto, Madrid-Symposium für Tiedemann (Anm. 96), S. 451f.

**188** Vgl. – zum parallelen Beispiel der besonderen Betrugstatbestände des deutschen Strafrechts – Wohlers (Anm. 96), S. 159ff.

**189** Skeptisch zur Begründung der Strafwürdigkeit des Insiderhandels über die Figur des moralischen Schadens: Leipold, in: Kempff/Lüderssen/Volk (Anm. 2), S. 332.

**190** Koenig, Das Verbot von Insiderhandel (Anm. 9), S. 35; Leuenberger (Anm. 9), S. 128ff., 146ff., 425f.; von der Crone/Maurer/Hoffmann, SZW 2011, 533, 539.

**191** Vgl. Bhattacharya/Daouk The Journal of Finance, Vol. 57 (2002), S. 75ff.; Nyantung Beny Journal of Corporate Law, Vol. 32 (2007), S. 237ff.

**192** Vgl. bereits Wohlers, GesKR 2013, 345, 351.

Interesse? Mit dieser Frage haben sich bisher soweit ersichtlich allein *Günter Stratenwerth* und *Klaus Volk* beschäftigt, der eine schon im Jahre 1983 – zwar aus deutscher Sicht etwas versteckt in der Festschrift für Frank Vischer – und der andere jüngst in der Festschrift für Winfried Hassemer. Nach *Stratenwerth* handelt es sich beim Insiderhandel um eine dem Wucher vergleichbare Ausnützung einer als illegitim einzustufenden Position<sup>193</sup>. Und auch *Volk* kommt in der Sache übereinstimmend zu dem Ergebnis, dass es sich beim Insiderhandel um eine Erscheinungsform des strafbaren Eigennutzes handelt<sup>194</sup>. Es gehe – so *Volk* – nicht um den Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte, sondern um die Sanktionierung von Verhaltensweisen, die als unmoralisch eingestuft werden<sup>195</sup>. Dem entspricht es, wenn der EuGH ausführt, es gehe um einen Vorteil, der nicht verdient sei und der dem Insider deshalb nicht ordnungsgemäß zustehe<sup>196</sup>. Tatsächlich geht wohl kein Weg daran vorbei: Wenn man Insiderhandel strafbar stellen will, dann muss man diese Strafnorm darauf stützen, dass es um die als illegitim einzustufende „Ausnutzung einer Informationsungleichgewichtslage“ geht<sup>197</sup>.

Damit geht es also weder um den Schutz eines klassischen noch um den eines (wie auch immer) modernisierten Rechtsguts, sondern um die Pönalisierung von Verhaltensweisen, die als unmoralisch eingestuft und mit denen als illegitim erachtete Vorteile erlangt werden. Dass Fairness auch in der Interaktion unter Marktteilnehmern ein moralisch relevanter Gesichtspunkt ist, belegen die Erkenntnisse der Behavioral Economics<sup>198</sup>. Die Frage ist und bleibt aber, ob die in der Wahrung der Chancengleichheit liegende Fairnesskonzeption ein strafschutzwürdiges Etwas ist.

Die Strafrechtswissenschaft hat sich dieser Fragestellung bisher nicht angenommen – ein durchgreifender Mangel angesichts der gewundenen (und nach hier vertretener Auffassung letztlich zum Scheitern verurteilten) Bemühungen um eine Legitimation der Insiderstrafnorm, sei es über den Schutz der Interessen der beteiligten Unternehmen, die Vermögensinteressen der Anleger oder den als Ergebnis eines Rückzugs der Anleger drohenden Zusammenbruch des Marktes. Gegen eine Legitimation über den Fairnessgesichtspunkt könnte

---

**193** *Stratenwerth*, Festschrift für Vischer, S. 670f., der dies allerdings auf die Berufsinsider begrenzen will.

**194** *Volk*, Festschrift für Hassemer, S. 920.

**195** *Volk*, Festschrift für Hassemer, S. 921f.

**196** EuGH EuZW 2010, 227, 231 Rz. 52; vgl. auch *Pfister*, ZGR 1981, 318, 337.

**197** *Assmann*, ZGR 1994, 494, 499.

**198** *Akerlof/Shiller*, *Animal Spirits*, 2009, S. 40ff.; *Kahnemann* (Anm. 143), S. 306; *van Aaken* (Anm. 96), S. 96ff.; *dies.*, in: *Engel et al.* (Anm. 99), S. 199ff.; *Englerth*, in: *Engel et al.* (Anm. 99), S. 70ff.; *Lüdemann*, in: *Engel et al.* (Anm. 99), S. 21f.; *Magen*, in: *Engel et al.* (Anm. 99), S. 272ff.

nun eingewandt werden, dass es von vornherein unmöglich ist, einen umfassend fairen Handel herzustellen: Auch – und gerade! – auf dem Aktienmarkt werden stets Informationsungleichgewichte bestehen, wie z.B. zwischen professionellen Anlegern und Laien. Wenn es aber nicht Sinn und Zweck der Insiderstrafnorm sein kann, einen umfassenden Gleichstand der bei den Marktteilnehmern vorhandenen Informationen zu gewährleisten, stellt sich die Frage, wo man die Grenze zwischen der noch legitimen und der schon illegitimen Verwendung von Informationen zu ziehen hat. Nach hier vertretener Auffassung kann und darf das (Kapitalmarkt-)Strafrecht insoweit nicht eigene Maßstäbe entwickeln, sondern es muss sich an den durch die Primärrechtsordnung vorgegebenen Wertungen orientieren<sup>199</sup>. Konkret bedeutet dies, dass man sich darauf zu beschränken hat, Fälle zu erfassen, in denen es um Informationen geht, die nach den Regelungen der Ad-hoc-Publizität hätten offengelegt werden müssen. Wurde dies unterlassen, verletzt die Verwendung dieser Informationen die für die Teilnahme am Finanzmarkt konstitutive Grundvoraussetzung des *disclose or abstain* und kann aus ebendiesem Grunde als strafwürdig eingestuft werden<sup>200</sup>. Der Insiderstraftatbestand wird damit zu einem Instrument, das die Einhaltung der Regelungen der Ad-hoc-Publizität gewährleistet. Soweit man hierin keine ausreichende Begründung für die Existenz der Strafnorm erkennen kann, muss man konsequenterweise dafür eintreten, die Strafwürdigkeit des Insiderhandels insgesamt zu verneinen.

## 2. Zur Legitimität des Straftatbestands der Kurs- und Marktmanipulation

Bezogen auf Kurs- und Marktmanipulationen geht es letztlich darum, dass entweder durch das Verbreiten von Informationen oder durch die Durchführung von Transaktionen Signale ausgesandt werden, die andere Marktteilnehmer zu einem bestimmten Verhalten veranlassen. Die Frage ist auch hier: Warum ist dieses Verhalten strafwürdig, wenn es – wie oben gezeigt<sup>201</sup> – realistisch betrachtet eben nicht darum gehen kann, einen ansonsten drohenden massenhaften Rückzug der

---

<sup>199</sup> Vgl. hierzu bereits Wohlers, GesKR 2013, 345, 355 f.

<sup>200</sup> Vgl. Soesters (Anm. 106), S. 62 und 67, der das Erzielen von Vermögensvorteilen unter Missachtung dieses Grundsatzes als „nicht nur sozial anstößig, sondern sozial verwerflich“ und das entsprechende Verhalten deshalb als strafwürdig einstuft. Green (Anm. 180), S. 240ff., geht davon aus, dass Insiderhandel eine Form von „cheating“ darstelle, da die Regel des „disclose or abstain“ verletzt werde.

<sup>201</sup> Vgl. oben IV.

Anleger und daraus folgend eine Beeinträchtigungen der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte zu verhindern? Da aus meiner Sicht auch der Straftatbestand der Kurs- und Marktmanipulation nicht über den Gesichtspunkt des Vermögensschutzes zu legitimieren ist<sup>202</sup>, gilt es die Erkenntnisse zu beachten, die sich aus der Forschung zu Blasenbildungen an den Finanzmärkten gewinnen lassen<sup>203</sup>. Es ist bisher nicht hinreichend berücksichtigt worden, dass das eigentliche Problem künstlich erzeugter Kurse nicht so sehr darin besteht, dass einzelne Anleger dadurch Verluste erleiden<sup>204</sup>, sondern vielmehr darin, dass derartige Manipulationen unter bestimmten Voraussetzungen zu Blasenbildungen und spekulativen Überreaktionen führen und letztlich – wie zuletzt 2001 und 2008 erlebt – in wirtschaftliche Krisensituationen münden<sup>205</sup>. Sicherlich ist es gesamtwirtschaftlich gesehen kein wirklich relevantes Problem, wenn vereinzelte Spekulanten auf einer Welle seriöser Anleger reiten; anders liegt es aber dann, wenn der Markt insgesamt zu einer durch Spekulation getriebenen Angelegenheit wird<sup>206</sup>.

Versteht man den Straftatbestand der Kurs- und Marktmanipulation als eine Norm, die wirtschaftlich ungesunde Entwicklungen auf den Finanzmärkten verhindern soll, stellt sich die Frage, ob sich eine Strafnorm formulieren lässt, die möglichst genau jene Fälle erfasst, in denen es um Verhaltensweisen geht, die Blasenbildungen Vorschub leisten bzw. spekulative Fehlentwicklungen befördern<sup>207</sup>. Wenn man sich nicht – wie es der geltenden schweizerischen Lösung entspricht<sup>208</sup> – von vornherein auf die Erfassung von informationsgestützten Manipulationen und sogenannten Scheintransaktionen beschränken, sondern auch die sogenannten echten Transaktionen erfassen will, steht man vor dem Problem, dass man es der einzelnen Transaktion nicht ansieht, ob sie einem als

---

**202** Vgl. hierzu die Ausführungen zur parallelen Problematik beim Insiderstraftatbestand oben VI. 1. (Ausführungen bei Anm. 184 ff.).

**203** Vgl. hierzu *Smith/Suchanek/Williams*, *Econometrica* 56 (1988), S. 1119 ff.; *King/Smith/Williams/van Boening*, in: *Day/Chen* (Hrsg.), *Nonlinear Dynamics and Evolutionary Economics*, 1993, S. 183 ff.; *Lei/Noussair/Plott* *Econometrica* 69 (2001), S. 831 ff.; *Palan*, *Bubbles and Crashes in Experimental Asset Markets*, 2009, sowie die Beiträge in *Evanoff/Kaufmann/Malliaris*, *New Perspectives on Asset Price Bubbles*, 2012.

**204** Während andere Anleger sogar Gewinne realisieren!

**205** Vgl. hierzu den einleitenden Überblick bei *Daxhammer/Facsar* (Anm. 152), S. 95 ff., 321 f.

**206** *Keynes* (Anm. 119), S. 158 f.

**207** Zur Forderung nach einer konkreter formulierten Strafnorm vgl. auch schon *Arlt* (Anm. 4), S. 415 f. und *Trüstedt* (Anm. 48), S. 219.

**208** Vgl. oben II. 1. a), wobei allerdings darauf hinzuweisen ist, dass der schweizerische Gesetzgeber die Kurs- und Marktmanipulation nun über einen aufsichtsrechtlichen Tatbestand erfassen will, vgl. Art. 33 f BEHG und hierzu *Lüthy/Schären*, *AJP* 2012, 499, 504; *Reinwald*, *GesKR* 2011, 518, 524; *von der Crone/Maurer/Hoffmann*, *SZW* 2011, 533, 540 ff.

positiv einzustufenden Ziel dient, z. B. der Absicherung eines Währungsrisikos, oder aber einem als negativ einzustufenden Ziel, wie z. B. der Wette auf eine bestimmte Kursentwicklung, und damit der reinen Spekulation<sup>209</sup>.

Eine erste Möglichkeit der Unterscheidung besteht darin, die Abgrenzung im Subjektiven vorzunehmen<sup>210</sup>. Entscheidend wäre also die Intention, mit der eine Transaktion durchgeführt wird. Es ist gut vorstellbar, dass eine derartige Abgrenzung insbesondere in den Reihen der Richterschaft auf Zustimmung stoßen könnte. Ich persönlich stehe – wohl bedingt durch den Blickwinkel des ehemaligen Strafverteidigers – einer derartigen Lösung sehr skeptisch gegenüber<sup>211</sup>. Eine andere Möglichkeit zur Bestimmung des strafrechtlich relevanten Verhaltens besteht darin, die Voraussetzungen, unter denen Transaktionen vorgenommen werden dürfen, im Voraus zu definieren<sup>212</sup>. Nimmt man aber zur Kenntnis, welche komplexe Regelungen nur schon notwendig sind, um Safe-Harbours allein für den speziellen Bereich der sogenannten Kurspflege zu schaffen<sup>213</sup>, dann wird eines deutlich: Umfassende Regelungen in diesem Sinne würden das entsprechende Gesetz schnell auf den Umfang eines mittelschweren Telefonbuchs aufblähen – es sei denn, man verzichte auf abschließende Regelungen, wie dies in der deutschen MaKonV der Fall ist. Letztlich ist jedoch weder das eine noch das andere mit dem Bestimmtheitsgebot zu vereinbaren.

Eine weitere Möglichkeit besteht darin, den Straftatbestand als abstraktes Gefährdungsdelikt in der Form kombinierter Eignungs-Kumulationsdelikte auszugestalten<sup>214</sup>. In der neueren Literatur ist aber bereits zutreffend darauf hingewiesen worden, dass auch dieser Ansatz den Anforderungen des Bestimmtheitsgebots nicht gerecht wird, wenn der Gesetzgeber es bei einem allgemeinen

---

**209** Vgl. Petropoulos (Anm. 41), S. 78f.

**210** So die ursprüngliche Fassung des Art. 161<sup>bis</sup> in der bundesrätlichen Botschaft, vgl. Schmid, in: Walder et al. (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag, 1994, S. 536; vgl. auch Amstutz/Reinert, in: Basler Kommentar (Anm. 11), Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 28; Schmid/Baur, in: Vogt/Watter (Anm. 184), Art. 161<sup>bis</sup> Rdn. 9.

**211** Es sind diesbezüglich die Einwände zu erheben, die auch gegen die auf den subjektiven Tatbestand abstellenden Konzeptionen einer Begrenzung des Anwendungsbereichs des Straftatbestands der Geldwäsche sprechen, vgl. Wohlers, in: Systematischer Kommentar StPO, 4. Aufl., Band III, 2011, Vor §§ 137 ff. Rdn. 161 m. w. N.

**212** Vgl. Roth, SZW 1991, 233, 237 f.

**213** Vgl. hierzu die Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. 12. 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, Abl. EU L 336 vom 23. 12. 2003, S. 33 ff.

**214** Vgl. hierzu Arlt (Anm. 4), S. 408 ff.; Schönhöft (Anm. 47), S. 166 ff.; Schönwälder (Anm. 48), S. 372 ff.; Trüstedt, (Anm. 48), S. 218 f.

Eignungsdelikt bewenden lässt. Tatsächlich hat der Gesetzgeber „die handels-gestützten Kursmanipulationen im objektiven Tatbestand näher zu beschreiben, um sie als störendes externes Verhalten zu qualifizieren“<sup>215</sup>. Zwar kann und wird es beim Rückgriff auf diese Konzeption zu Strafbarkeitslücken kommen, die der Gesetzgeber nur jeweils im Nachvollzug schließen kann; dies ist aber aus rechts-staatlicher Warte betrachtet eher hinzunehmen als die mit den Anforderungen des Bestimmtheitsanforderungen nicht kompatiblen Alternativen.

Statt unter Inkaufnahme einer immer weiter gehenden Überstrapazierung der Grenzen des Bestimmtheitsgebots die Rechtsstaatlichkeit des Gesetzgebungsprozesses auf dem Altar der – angeblichen – Effizienz zu opfern, sollte man zumindest darüber nachdenken, mit der Forderung nach einem grundsätzlich neuen Kapitalmarktstrafrecht tatsächlich Ernst zu machen, einem Kapitalmarktstrafrecht, das – wie *Joachim Vogel* es in seinem Beitrag zur Festschrift für Jakobs formuliert hat – „als Mittel des ‚law enforcement‘ verstanden“ wird und das dem Zweck dient, „‚compliance‘ der Adressaten mit den wertpapierhandelsrechtlichen Verboten und Geboten zu erreichen“<sup>216</sup>. Der Sache nach würde dieses neue Kapitalmarktstrafrecht dann wohl dem Modell entsprechen, das der österreichische Gesetzgeber bereits mit § 48d Abs. 12 des österreichischen Börsegesetzes verwirklicht hat: Der Aufsichtsbehörde wird die Kompetenz eingeräumt, bestimmte Transaktionen – wie z.B. Leerverkäufe – zu verbieten, gegebenenfalls auch zeitlich befristet; Zuwiderhandlungen werden mit Strafen sanktioniert. Denkbar wäre es auch, dieses Modell auf Transaktionen anzuwenden, die nur bei Einhaltung bestimmter, von der Aufsichtsbehörde definierter Vorgaben vorgenommen werden dürfen<sup>217</sup>.

Mit diesem Modell wird – jedenfalls dann, wenn man den Aufsichtsbehörden zugutehält, dass sie sich an den realen Marktverhältnissen orientieren – ein Rest an Rationalität gewahrt. Andererseits lässt sich aber nicht wegdiskutieren, dass der Tatbestand der Kurs- und Marktmanipulation ganz offensichtlich zu einem Instrument der Absicherung des Aufsichtsrechts wird<sup>218</sup>. Dies mag bei manchen mehr oder weniger starke Bedenken hervorrufen. Wenn und soweit man Verhaltensweisen, die spekulative Fehlentwicklungen an den Börsen befördern, als strafwürdiges Verhalten einstuft, wird man es jedoch konsequenterweise nicht

---

**215** Arlt (Anm. 4), S. 415f.

**216** Vogel, Festschrift für Jakobs, S. 731.

**217** So *Trüstedt* (Anm. 48), S. 219f.: „Eigenständige Verbotsregelungen für bestimmte Fälle tatsächlicher Handelsaktivitäten“; vgl. auch die Beschreibung bei *Volk*, Festschrift für Hassemer, S. 924f., der dies offenbar bereits für den Ist-Zustand hält.

**218** Vgl. auch *Volk*, Festschrift für Hassemer, S. 925 Fn. 34: So funktionierte das US-amerikanische Recht.

für illegitim erklären können, die Anordnungen der für die Kontrolle und Beherrschung dieser Gefahren eingerichteten Aufsichtsbehörde mit den Mitteln des Strafrechts durchzusetzen. Dies ist keine Sanktionierung bloßen Verwaltungsungehorsams um seiner selbst willen, sondern die notwendige Konsequenz dessen, dass wir anders gar nicht in der Lage sind, die Verbotsmaterie angemessen und klar zu definieren. Und es ist zumindest für diejenigen Strafrechtsordnungen nichts grundsätzlich Neues, die, wie z.B. die schweizerische Strafrechtsordnung, bereits über vergleichbare „back-up“-Strafnormen verfügen<sup>219</sup>. Man mag darüber streiten, ob derartige Strafnormen als Teil des Kriminalstrafrechts im engeren Sinne eingestuft oder aber – sofern eine Rechtsordnung über derartige Instrumente verfügt – besser als Verwaltungsübertretungen oder als Ordnungswidrigkeiten ausgestaltet werden sollen, wie es der österreichische und der deutsche Gesetzgeber ja auch schon getan haben. Wenn man nicht gleichzeitig auch noch den Standpunkt einnehmen will, dass Verwaltungsübertretungen und Ordnungswidrigkeiten sich in qualitativer Hinsicht vom „eigentlichen“ Kriminalstrafrecht unterscheiden<sup>220</sup>, bleibt es dabei, dass man hier mit den Mitteln des Strafrechts keinen Rechtsgüterschutz betreibt, sondern Regelungen der Primärrechtsordnung durchsetzt.

---

**219** Vgl. Wohlers, FamPra 2007, 752f. unter Verweis auf Art. 292 chStGB.

**220** Ablehnend Wohlers (Anm. 96), S. 84ff.